

证券研究报告—动态报告/行业快评

银行

银行流动性 10 月报

超配

(维持评级)

2021 年 10 月 27 日

信用温和回升，预计社融增速反弹

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

剔除季节性因素后，9 月资金利率均值小幅回落，银行间市场流动性维稳。9 月末 M2 增速 8.3%，环比提升 0.1 个百分点，社融增速 10.0%，环比回落 0.3 个百分点，主要是信贷扩张和政府债券发行低于预期。

房地产政策纠偏下，我们前期报告已将全年社融增速上调至 10.7%。预计 10 月信用扩张边际改善，政府债券发行提速但仍低于预期，测算的 10 月末社融增速为 10.2%，期末 M2 为 8.5%，环比均提升 0.2 个百分点。整体上，我们认为四季度货币政策以稳为主，资金利率围绕政策利率运行，信用温和回升，仍以结构性宽松为主，全面宽松的概率低。

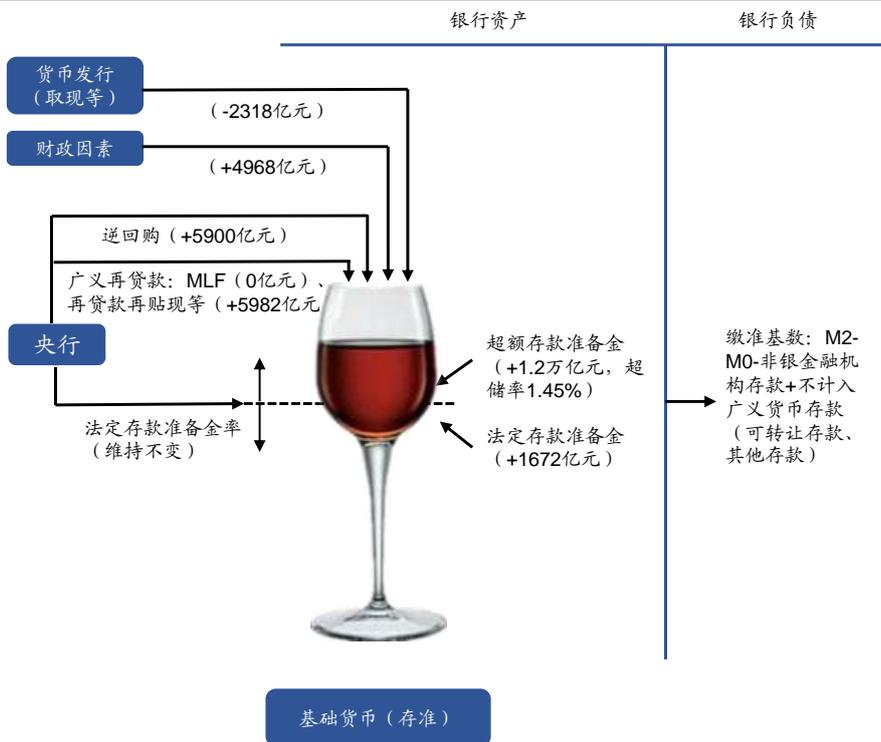
9 月流动性环境回顾：银行间流动性维稳，信用扩张低于预期

总结：测算的 9 月末超储率季节性提升至 1.45%。季末银行间资金利率抬升，剔除季节性因素后的资金利率均值小幅回落，银行间市场流动性维持宽松。9 月末 M2 增速 8.3%，环比提升 0.1 个百分点，社融增速 10.0%，环比回落 0.3 个百分点，主要是信贷扩张和政府债券发行低于预期。

■ 基础货币：超储率季节性提升

9 月央行操作投放基础货币 1.2 万亿元，财政支出等因素投放基础货币 4968 亿元，我们测算的 9 月末超储率为 1.45%，环比大幅提升 58bps，往年 9 月超储率均环比均大幅提升，主要是为应对季末压力央行一般会投放大量资金。总而言之，超储率是月末时点数，会受一些季节性等因素冲击，不能完全代表全月银行间市场流动性，流动性除了量之外，更重要的是价格。

图 1: 我们测算的 9 月末超储 1.45%，环比大幅提升



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。

9 月央逆回购投放资金 5900 亿元; MLF 等额续作 6000 亿元; 国库现金定存到期 700 亿元, 等额投放 700 亿元, 期限为 1 个月。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					
		逆回购	MLF	TMLF	国库现金定存	投放量合计	逆回购	MLF	TMLF	国库现金定存	回笼量合计
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
2021-09	5,900	11,800	6,000		700	18,500	5,900	6,000		700	12,600

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。数据截止 2021 年 10 月 25 日。

9 月基础货币增加 1.69 万亿元, 其他存款性公司存款增加 1.39 万亿元, 国庆带来的取现需求使得货币发行增加 2318 亿元, 非金融机构存款增加 725 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 1.45%，较 8 月末提升 58bps，主要是为应对季末压力央行一般会投放大量资金。

表 2: 测算的 9 月超储率季节性提升至 1.45%

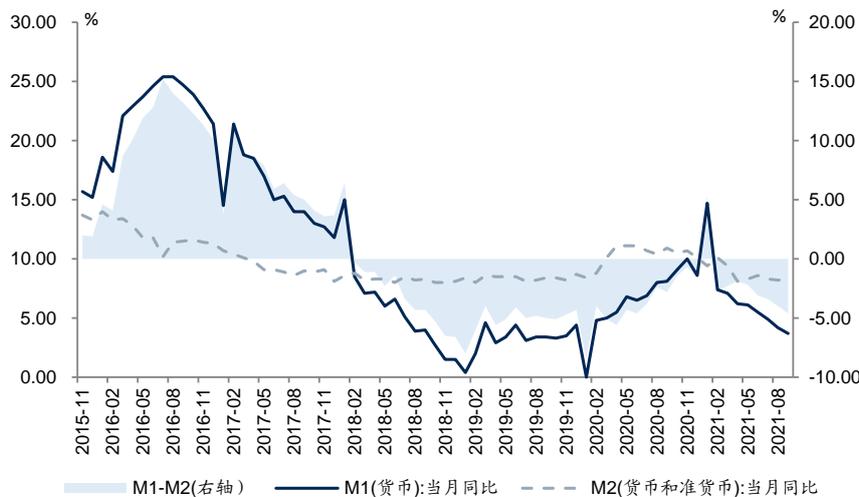
单位: 亿元	五因素超储合计变动	外汇占款	对其他存款性公司债权	货币发行	财政存款	法定存款准备金	非金融机构存款	测算的超储率%	官方超储率%
2019Q3	6,143	-101	4,915	-1,981	-2,844	6,558	-403	2.33	1.80
2020Q3	3,447	-117	12,001	-2,650	-1,522	-2,058	-2,207	1.76	1.60
2021Q2	-3,534	577	6,243	2,845	-8,947	-3,507	-745	1.30	1.20
2021-07	-4,596	13	-9,289	-63	-4,395	9,387	-250	0.97	
2021-08	-2,082	-20	-1,044	-431	-1,050	797	-333	0.87	
2021-09	12,158	22	11,882	-2,318	4,968	-1,672	-725	1.45	

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 8.3%, 环比提升 0.1pct

9 月末 M2 同比增速 8.3%, 较上月提升 0.1 个百分点, 其中, 信贷同比少增对 M2 形成一定拖累, 但银行自营购买企业债券以及非标等好于我们的预期, 这也反映了实体融资需求偏弱, 银行资金投向其他资产比例有所提升。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, 9 月份 M2 增加 2.91 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 1.99 万亿元; 财政支出等财政因素投放 M2 约 1.0 万亿元; 银行自营购买企业债券到期回笼 M2 约 958 亿元; 银行信贷投向非银和非标等因素投放 M2 约 130 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); 外汇占款投放 M2 约 22 亿元。

图 2: 8 月末 M2 增速为 8.3%



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)
2019-09	15,555	977	-637	7,429	15,545	-7,759	-10	-527	19,588	11,927	-15,423
2020-09	24,908	2,328	-1,305	7,406	19,557	-3,078	-60	-4,632	21,401	11,026	-2,828
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
2021-09	29,086	1,808	-3,821	10,619	20,846	-367	22	-958	19,902	9,990	130

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。

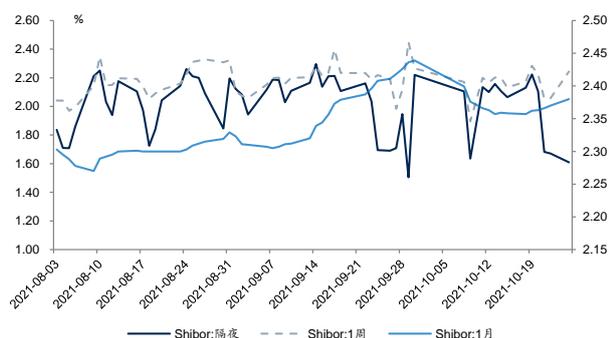
■ 资金利率: 银行间流动性合理充裕

9月资金利率均值（不考虑最后5个交易日）较8月小幅下行，一年期国债利率下行，十年期国债利率稳定，表明银行间市场流动性稳中偏松，对经济悲观预期开始回暖。考虑到季末资金利率季节性抬升，因此我们考虑的9月均值不包含最后5个交易日，9月shibor（隔夜）和shibor（一个月）均值分别为1.98%和2.30%，较8月均值分别下降2.8bps和0.5bps。9月R007和DR007均值分别是2.15%和2.10%，较8月均值分别下降7.1bps和5.3bps。9月同业存单到期收益率（AAA+，1年）均值为2.66%，较8月均值下降0.2bps。9月一年期国债利率和十年期国债利率均值分别是2.20%和2.85%，较8月均值分别下降2.4bps和0.2bps。

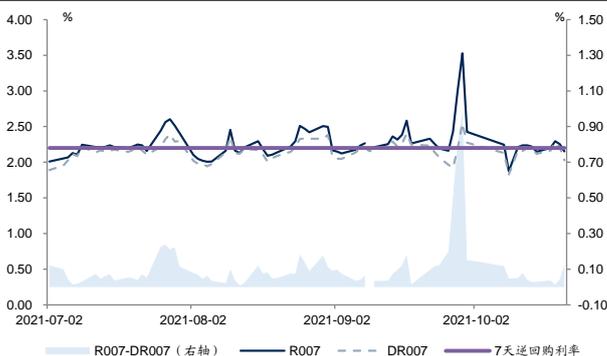
表 4: 资金利率均值及变动

	日利率均值(%)				日利率均值变动(bp)		
	2021年7月	2021年8月	2021年9月 (不含最后5个交易日)	2021年10月	2021年8月	2021年9月 (不含最后5个交易日)	2021年10月
SHIBOR:隔夜	2.01	2.01	1.98	2.02	0.4	-2.8	3.7
SHIBOR:1个月	2.34	2.30	2.30	2.36	-3.9	-0.5	6.7
R007	2.25	2.23	2.15	2.18	-2.5	-7.1	2.1
DR007	2.16	2.15	2.10	2.12	-1.1	-5.3	2.2
同业存单:发行利率:1年	2.76	2.66	2.66	2.72	-10.2	-0.2	6.8
中债国债到期收益率:1年	2.27	2.23	2.20	2.35	-4.3	-2.4	14.2
中债国债到期收益率:10年	2.96	2.85	2.85	2.96	-10.7	-0.2	10.7

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。注: 数据截止 2021 年 10 月 24 日。注: 考虑到季末资金利率季节性抬升, 9 月均值不包含最后 5 个交易日。

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

10月流动性和信用环境展望：社融反弹

总结：测算10月末超储率季节性回落至1.07%，银行间市场流动性以稳为主，DR007/R007围绕政策利率运行。房地产政策纠偏下，我们上调了全年社融增速至10.7%。预计10月信用扩张边际改善，政府债券发行提速但仍低于预期，10月末社融增速为10.2%，期末M2为8.5%，环比均提升0.2个百分点。2021年第三季度金融统计数据新闻发布会上，央行关于“坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段”，“目前正抓紧推进碳减排支持工具设立工作”，“当前金融体系在不断加强对重点行业和普惠小微支持的同时，也在增强对专精特新企业的支持，信贷结构持续优化，将推动经济的高质量发展”等表态，反映了信用全面宽松的概率较低，仍以结构性宽松为主。

■ 10月超储率季节性下行，货币政策以稳为主

我们预测的10月末超储率为1.07%，环比下降约38bps，主要是季节性回落。我们预计银行间资金利率整体仍基本围绕政策利率波动，银行间流动性合理充裕。

2021年第三季度金融统计数据新闻发布会上，央行指出“下一阶段，稳健的货币政策将灵活精准、合理适度，以我为主、稳字当头，做好跨周期调节，统筹考虑今明两年政策衔接”，“四季度，银行体系流动性供求将继续保持基本平衡，不会出现大的波动”，因此我们预计四季度货币政策以稳为主，资金利率基本围绕政策利率运行。

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%
2019-10	-7,423	-6	-2,401	1,228	-5,131	-521	-593	1.37	
2020-10	-11,778	-48	-2,874	1,706	-10,120	-563	121	0.98	
2021Q2	-3,534	577	6,243	2,845	-8,947	-3,507	-745	1.30	1.20
2021-08	-2,082	-20	-1,044	-431	-1,050	797	-333	0.87	
2021-09	12,158	22	11,882	-2,318	4,968	-1,672	-725	1.45	
2021-10	-7,840	0	-4,000	1,500	-4,000	-740	-600	1.07	

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8.5%，社融增速10.2%

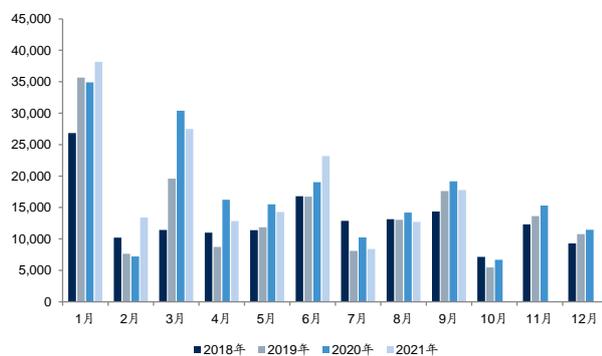
我们主要根据M2派生途径来预测，我们预计2021年10月份M2（不含货基）减少约1.0万亿元，对应的M2增速为（假设货基维持不变）8.5%，较上月提升0.2个百分点。其中，各个渠道派生情况的假设和预测情况如下：

- ✓ 近年来外汇占款变动较小，我们简单假设外汇占款变动为0。
- ✓ 实体经济信贷派生M2约9031亿元，同比多增1635亿元：考虑到房地产政策纠偏，我们在10月25日的《行业快评：房地产金融政策纠偏，上调社融增速至10.7%》中将2021年全年新增人民币贷款由20.03万亿元上调为20.57万亿元（社融项下人民币贷款），加回核销和ABS合计约为22.0万亿元。我们预计10月信贷投放比例为4.0%（2018-2010年同期均值为3.7%），对应9月新增人民币贷款8229亿元。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10月新增人民币贷款（加回核销和ABS）共9031亿元。
- ✓ 银行自营购买企业债券到期回笼M2约1000亿元。
- ✓ 政府债券发行等因素回笼M2约6000亿元。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。
- ✓ 非标和非银贷款等因素回笼M2约1.2亿元：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，我们根据过去三年同期均值调整来测算。今年是资管新规过渡期最后一年，预计非标清理压力较大。

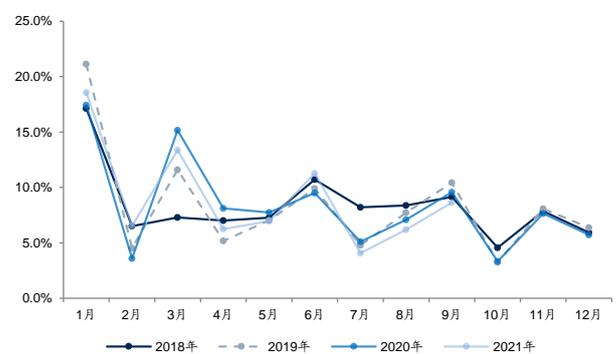
表 6: 2021 年 10 月 M2 派生渠道预测

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)
2018-10	-5,610	-916	718	7,775	-3,696	-9,491
2019-10	-4,764	-6	-1,364	6,509	-5,051	-4,852
2020-10	-14,400	-48	-564	7,396	-3,278	-17,906
2021-08	11,606	-20	-3,132	13,507	5,071	-3,820
2021-09	29,086	22	-958	19,902	9,990	130
2021-10(e)	-9,969	0	-1,000	9,031	-6,000	-12,000

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 20.57 万亿元。

我们预测 2021 年 10 月新增社融 1.96 万亿元, 对应月末同比增速 10.2%, 较上月末提升 0.2 个百分点。具体来看, 预计当月人民币贷款(加回核销和 ABS) 9031 亿元, 委托贷款和信托贷款减少 1551 亿元, 未贴现银行承兑汇票增加 100 亿元, 企业债券新增 500 亿元, 股票融资新增 900 亿元, 政府债券新增 9800 亿元。此前财联社等媒体报道, 专项债需在 11 月底前发行完毕, 不再为 12 月预留额度。我们预计政府会加大政府债券的发行力度, 并且不排除将明年初的部分专项债额度移到今年 12 月发行, 年初形成实物工作量, 预计全年社融增速为 10.7%。但同花顺统计的 10 月政府债券发行规模仍然低于我们预期, 预计 11 月社融增速反弹幅度较大。

表 7: 2021 年 10 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)
2018-10	9,538	7,775	-2,315	-453	1,523	176	3,032	-200
2019-10	8,680	6,509	-1,290	-1,053	2,032	180	1,871	433
2020-10	13,929	7,396	-1,049	-1,089	2,263	927	4,931	550
2021-09	29,018	18,007	-2,120	15	1,194	772	8,066	1,189
2021-10(E)	19,580	9,031	-1,551	100	500	900	9,800	800

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

房地产金融政策纠偏有助于信用环境和悲观经济预期回暖, 信用投放将温和回升, 预计全年社融增速 10.7%。二季度以来, 受宏观经济悲观预期、地产信用风险以及城投监管加强等扰动影响, 银行板块表现低迷, 当前估值处在低位。我们认为银行板块估值底部已现, 预计年底到明年二季度银行板块有一轮估值修复行情, 维持行业“超配”评级。

个股方面, 建议从两个角度精选个股, 一是中长期角度持续推荐优质的宁波银行和招商银行, 二是在结构性宽信用背景下, 关注深耕本地实体经济的中小银行, 建议重点关注区域经济发达区域的常熟银行、苏农银行和张家港行, 以及受益成渝经济圈发展, 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	4.72	11.8%	12.0%	11.6%	1.2%	10.0%	5.0%	0.63	0.58	0.53	5.6	5.1	4.8
601939.SH	建设银行	6.05	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	2.96	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	3.07	10.5%	10.9%	11.2%	2.9%	9.9%	10.8%	0.51	0.47	0.44	5.0	4.5	4.1
601328.SH	交通银行	4.56	10.4%	10.8%	10.9%	1.3%	10.5%	9.3%	0.46	0.43	0.40	4.6	4.1	3.8
601658.SH	邮储银行	5.35	11.8%	11.7%	12.1%	5.4%	11.4%	13.5%	0.91	0.79	0.73	8.0	7.2	6.3
600036.SH	招商银行	54.59	15.7%	16.2%	16.6%	4.8%	15.8%	14.5%	2.15	1.91	1.70	14.4	12.4	10.8
601166.SH	兴业银行	19.65	12.6%	12.5%	12.7%	1.2%	8.5%	11.7%	0.77	0.70	0.63	6.4	5.9	5.2
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	4.62	9.8%	9.8%	10.0%	2.0%	5.5%	9.4%	0.48	0.45	0.41	5.0	4.7	4.3
000001.SZ	平安银行	20.12	9.6%	11.0%	11.6%	2.6%	22.2%	16.6%	1.33	1.20	1.09	14.3	11.6	9.9
601818.SH	光大银行	3.48	10.9%	10.9%	11.2%	1.3%	8.8%	11.4%	0.54	0.50	0.46	5.3	4.8	4.3
600015.SH	华夏银行	5.70	12.7%	12.6%	12.2%	-2.9%	9.7%	10.2%	0.40	0.36	0.32	3.2	3.0	2.8
601169.SH	北京银行	4.48	10.6%	10.9%	11.0%	0.2%	9.5%	9.7%	0.47	0.43	0.40	4.6	4.2	3.8
601009.SH	南京银行	10.08	14.3%	13.9%	13.9%	5.2%	11.4%	10.7%	1.04	0.94	0.85	8.0	7.1	6.4
002142.SZ	宁波银行	38.64	14.6%	15.6%	16.4%	9.7%	21.1%	19.3%	2.24	1.97	1.72	16.5	13.4	11.2
600919.SH	江苏银行	6.27	13.1%	13.7%	14.1%	3.1%	25.6%	16.0%	0.68	0.62	0.56	6.0	4.8	4.1
600926.SH	杭州银行	15.40	11.2%	12.7%	14.1%	8.1%	27.2%	21.4%	1.43	1.30	1.17	13.8	10.7	8.7
601838.SH	成都银行	12.69	15.5%	17.4%	18.1%	8.5%	22.1%	21.0%	1.15	1.00	0.87	7.6	6.2	5.1
603323.SH	苏农银行	5.50	8.1%	9.2%	10.2%	4.2%	19.4%	20.0%	0.84	0.78	0.72	10.4	8.7	7.3
002839.SZ	张家港行	6.11	8.5%	9.8%	11.1%	4.9%	20.0%	20.2%	1.03	0.95	0.88	12.1	9.9	8.2
601128.SH	常熟银行	7.41	10.5%	11.4%	12.8%	1.0%	18.8%	23.1%	1.13	1.04	0.94	11.3	9.5	7.7

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