

滞胀的内核是通缩，仍可能小步慢跑地宽松

报告日期：2022-04-17

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_稳健有效——12月政治局会议和降准点评》2021-12-06
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_测算：LPR 还有再降息空间吗？》2022-01-10
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五问开年降息，对经济和配置有何影响？》2022-01-17
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_数读 LPR 调降》2022-01-20
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_稳信贷表述更加积极——央行 21Q4 货币政策报告解读》2022-02-13
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观专题_5.5%的底气在哪里？——2022 政府工作报告解读》2022-03-05
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_“宽信用”的阶段性波折还是“资产负债表衰退”风险？》2022-03-12
- 8.《内外政策分化将进一步加剧——2022 年 4 月第 2 周政策跟踪》2022-04-10
- 9.《华安证券_宏观研究_宏观点评_降准要来，然后呢？——4.13 国常会解读》2022-04-14

主要观点：

- **事件：1.降准：**央行决定于 2022 年 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构），对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于 5% 的农商行，在下调存款准备金率 0.25 个百分点的基础上，再额外多降 0.25 个百分点。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.1%，释放长期资金约 5300 亿元。
- **2.定向降息：**根据财联社报道，近日市场利率定价自律机制召开会议，鼓励中小银行存款利率浮动上限下调 10 个基点(BP)左右；这一要求并非强制，但做出调整的银行或将其宏观审慎评估(MPA)考核有利。
- **核心结论：全面降准 25bp+定向降准 50bp，幅度克制，不及市场预期，可能出于流动性充裕、政策空间、外围环境等考虑。政策体现结构性和疫情纾困特征，短期对需求拉动有限，警惕资金空转和借新还旧。央行提及关注物价和内外均衡，但我们认为剔除原材料成本的物价表现持续为 CPI 通缩+PPI 通胀，“滞胀的内核是通缩”，指向总需求较差，后续货币仍可能小步慢跑地宽松，测算表明最快本月 LPR 可能下调（3.8+0.5+其他≈5bp），若未下降，后续窗口仍在；MLF 仍有调降可能，时点待观察；后续降准总空间可能还剩 310bp、全面降准空间更加有限，降准步长也可能调整为 25bp。本次降准预计对权益利好，但幅度有限；对债市中性，警惕后续利率上行。**
- **降准符合近来高层政策引导和市场预期。**

近来高层会议频繁提及货币政策主动应对，降准符合政策引导和市场预期。4.6 国常会指出“要适时灵活运用再贷款等多种货币政策工具，更好发挥总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持”，4.13 国常会、4.14 央行一季度金融统计数据新闻发布会指出“适时运用降准等货币政策工具，进一步加大金融对实体经济支持力度”，叠加外有地缘政治风险扰动，内有疫情冲击等因素影响，政策需加码以稳增长，本次降准符合市场预期。
- **降准幅度克制，不及市场预期；应是出于流动性充裕、政策空间、海外环境等考虑。**

全面降准 25bp+定向降准 50bp，幅度克制，叠加央行未下调 MLF 利率，银行存款利率的“定向降息”幅度也较有限，总体不及市场预期。就央行降准来说，与过往大多 50-100bp 的调整幅度先比，全面降准 25bp 幅度较小；就“定向降息来说”，存款利率浮动上限下调类似于变相定向降息，但本次力度有限。一是针对中小银行，二是并非强制。与 2021 年 6 月存款自律上限优化后，大部分银行中长期存款利率降 30-60bp 相比，本次调整虽能缓解银行净息差压力，但幅度不及去年。

幅度克制主要有以下考虑：1.DR007 维持在 7 天逆回购利率下方，当前流动性已处于合理充裕水平。2.留用空间。近几次降准时，央行均表示“不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构”，隐含存款准备金率下限可能在 5% 左右。因此 2021 年 12 月降准后，金融机构加权平均存

款准备金率为 8.4%，隐含后续降准总空间可能为 340bp；而本次降准后金融机构加权平均准备金率为 8.1%，空间进一步压低至 310bp，且全面降准的空间可能要更低。3.央行称关注“物价”、“发达经济体货币政策调整，兼顾内外均衡”，面临美联储加息缩表加速，5-6 月份可能连续加息且幅度可能 50bp，中美利差倒挂等情况，考虑稳定汇率、国际资本流动等因素，央行选择“小步慢跑”。

● **小幅宽松，作用几何？偏结构性和疫情纾困，对实体经济拉动有限。**

虽然降准幅度较小，但如果叠加大型银行有序降低拨备率，科技创新和普惠养老两项专项再贷款、增加支农支小再贷款等货币政策操作综合看，近期货币政策多措并举，结构性特征加强。因此总体看，本次降准有助于稳定银行负债成本，增强金融机构资金配置能力；降低企业融资成本，特别是对受疫情影响严重的行业和中小微企业加大支持；对冲疫情负面冲击，稳定实体经济，实现稳增长。不过，鉴于实体融资需求仍差，疫情对经济造成压制，预计短期降准对实体的纾困作用大于内需提振。在流动性宽松，实体融资需求较差的时期，更需警惕资金空转和借新还旧，这可能也是央行没有进行一次性更大力度宽松的内在考虑。

● **如何理解关注物价稳定？剔除原材料成本，我们长时间面临 CPI 通缩、PPI 通胀的局面，“滞胀的内核是通缩”，因此预计宽松窗口仍未关闭，后续可能小步慢跑地宽松，再降准降息可期。**

尽管此次央行提出了对于物价、海外货币政策的关注，但我们认为“滞胀的内核是通缩”，再降准降息窗口仍未关闭，不过会小步慢跑。

1、国内物价到底有多大压力？我们测算剔除原材料成本，国内为 CPI 通缩、PPI 通胀，“滞胀”的本质是通缩。

去年以来的国内通胀压力主要集中在原材料端，与疫情错位造成的供需错配、国内能耗双控以及今年以来的俄乌冲突有较大关系。如果以剔除原材料成本来衡量，可能更直观反映当前国内的需求水平和物价压力。

我们将 PPI、CPI 中的原材料成本影响剔除后，减去 12 月均线，大于 0 代表通胀，小于 0 则代表通缩。以剔除 PPI 上游行业对 PPI 的同比拉动代替剔除原材料成本影响、以剔除水电燃料、家用器具、交通工具、交通工具用燃料、通信工具对 CPI 的同比拉动代替剔除原材料成本影响，将剔除原材料成本影响后的 PPI 和 CPI 划分为四种经济周期，即 CPI 与 PPI 均通胀、CPI 与 PPI 均通缩、CPI 通胀 PPI 通缩、CPI 通缩 PPI 通胀。根据计算结果，可以发现，2021 年 6 月至 2022 年 2 月 PPI 通胀，2020 年 4 月至 2022 年 2 月中除 2021 年 10 月至 2021 年 12 月三个月，CPI 均处于通缩时期。可以认为目前总体处于 PPI 通胀而 CPI 通缩的时期，CPI 通缩代表目前消费端仍然疲弱，PPI 通胀说明除去生产端原材料涨价的因素，价格向工业下游发生了传导。合理推测，如果把疫情和俄乌冲突之下蔬菜和粮食价格的上涨从 CPI 中进一步剔除，CPI 表征的需求侧可能进一步走弱。从这个角度来看，中国的“胀”不能通过紧缩来解决，而实质上代表中国总需求的不足，需要政策宽松提振实体经济。

2、历史上看，剔除原材料成本的 CPI 通缩 PPI 通胀期，总体经济增长较低迷，三驾马车中的出口和投资较好，消费更差。政策层面，表现为宽货币、紧财政、紧信用。然而，在当前情况下，政策需“稳字当头”，宽货币窗口未关闭，财政也需加快支出和投放，从而实现宽信用；稳增长落

在扩基建、稳地产、促消费等方面。

3、降准之后可能还有降息，货币政策小步慢跑。

降准之后可能还有降息，货币政策小步慢跑。1年期LPR利率有望下调5bps；仍有调降MLF利率的可能性，时间点待观察；后续降准幅度可能调整为一次25bp。

结构性通胀通缩的背后体现的是外有俄乌冲突、内有疫情反复对经济供需面的扰动，而实体需求仍差，需要政策进一步宽松以稳增长。对外，尽管中美利差倒挂对汇率、国际收支平衡、资本外流有一定的压力，但如果国内经济面临更大的下行压力，那么同样会对上述问题造成拖累。当前，消费仍弱、地产低迷、疫情对Q1和Q2的经济冲击较大，后续货币政策的首要目标仍要围绕稳就业、稳增长展开。因此，我们维持此前报告《降准要来，然后呢？——4.13国常会解读》中的观点，即2021年以来各种货币政策工具对银行负债端降的成本仍余3.8bps的空间，叠加这次降准可能再释放0.5bp左右空间，银行存款利率上限下调也会进一步降低银行负债成本，意味着最快本月1年期LPR可能调降5bps，若未降，后续空间也在。

此外，后续MLF仍有调降可能，时点待观察。在美联储加速紧缩，中美利差倒挂的情况下，后续货币政策更可能小步慢跑，留有空间，降准幅度也可能调整为一次25bp。

● 降准对资本市场有何影响？股票利好偏短偏弱，利率可能震荡后上行。

前期报告《降准要来，然后呢？——4.13国常会解读》中我们梳理历史规律，发现降准利好股债，但股好于债，创业板表现最优。对于本次，鉴于降准幅度总体不及预期，预计对股票市场偏利好，但提振有限，若未来要持续上涨，可能需要诸如海外风险释放到位、国内经济数据好转、地产迎来拐点、更强的政策宽松幅度等事件的进一步提振；由于债市通常提前反应降准预期，降准不及预期可能带来债市调整压力，预计利率短期震荡，后续将趋于上行。

● 风险提示

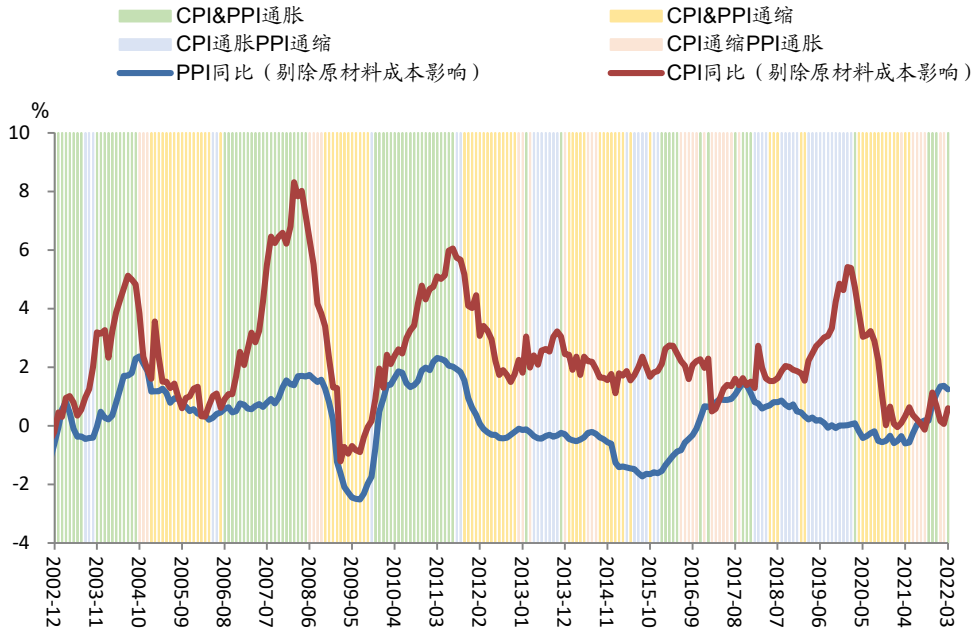
经济下行超预期，政策执行力度不及预期。

图表 1 PPI 上中下游行业划分

行业划分	
上游	煤炭开采和洗选产品
	石油和天然气开采产品
	黑色金属矿采选产品
	有色金属矿采选产品
	非金属矿采选产品
	石油、煤炭及其他燃料加工业
	化学原料及化学制品制造业
	化学纤维制品
	非金属矿物制品业
	黑色金属冶炼及压延加工业
	有色金属冶炼及压延加工业
	废弃资源和废旧材料回收加工业
	电力、热力生产和供应
	燃气生产和供应
	水的生产和供应
中游	金属制品
	通用设备制造业
	专用设备制造业
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业
	电气机械及器材制造业
	计算机、通信和其他电子设备制造业
	仪器仪表
	其他制造产品
	金属制品、机械和设备修理服务
下游	农副食品加工业
	食品制造业
	酒、饮料和精制茶制造业
	烟草制品
	纺织业
	纺织服装服饰
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业
	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业
	家具
	造纸和纸制品
	印刷和记录媒介复制业
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业
	医药制品
	橡胶和塑料制品业
	汽车制造

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 CPI 与 PPI 通缩周期复盘



资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 3 各周期内经济及政策数据同比涨跌幅

通胀通缩状态	起	止	GDP	固定资产投资完成额	社零	出口	1年期国债收益率	公共财政支出	可比口径社融	M2
CPI&PPI通胀	2002-12	2003-07	0.30	15.30	0.60	0.40		-9.01	3.79	1.40
CPI&PPI通胀	2003-11	2004-09	-0.20	0.30	4.30	-0.70		12.40	-7.33	-6.43
CPI&PPI通胀	2006-08	2008-05	-1.60	-3.50	7.80	-4.50		29.83	8.29	0.17
CPI&PPI通胀	2009-11	2011-07	-1.67	-6.70	1.40	21.58		-1.30	-12.92	-15.04
CPI&PPI通胀	2016-01	2016-05	-0.07	-0.40	-1.10	8.32	-0.09	-6.50	1.17	-2.20
CPI&PPI通胀	2017-10	2017-12	-0.07	-0.10	-0.60	4.47	0.21	13.93	-0.78	-0.80
CPI&PPI通胀	2021-10	2021-12	0.23	-0.03	-1.46	0.82	-0.11	-10.69	0.25	0.30
CPI&PPI通缩	2005-01	2006-04	3.33	2.00	2.10	-18.20		0.90	0.59	4.77
CPI&PPI通缩	2008-10	2009-09	1.90	6.10	-6.50	-34.57		16.50	11.29	14.29
CPI&PPI通缩	2011-10	2012-11	-1.30	-4.20	-2.30	-12.93		-17.80	-0.24	1.00
CPI&PPI通缩	2014-01	2014-05	-0.07	-2.40	-1.09	-3.47		3.24	-1.71	0.20
CPI&PPI通缩	2014-09	2015-05	-0.10	-4.70	-1.44	-18.71		-6.48	-2.35	-2.10
CPI&PPI通缩	2018-05	2018-07	-0.07	-0.60	0.30	-0.30	-0.29	2.80	-0.71	0.20
CPI&PPI通缩	2019-01	2019-02	-0.07	0.20	0.04	-29.94	0.03		-0.17	-0.40
CPI&PPI通缩	2020-04	2021-05	8.97	14.29	12.02	7.97	1.26	-8.05	-0.75	-2.80
CPI通胀PPI通缩	2003-08	2003-10	0.30	-2.20	0.30	9.50		5.20	-0.61	-0.58
CPI通胀PPI通缩	2006-05	2006-06	0.40	1.00	-0.30	-1.80		11.80	-1.32	-0.67
CPI通胀PPI通缩	2011-08	2011-09	-0.20	-0.10	0.70	-7.41		-7.60	-1.29	-0.50
CPI通胀PPI通缩	2013-04	2013-10	0.03	-0.50	0.52	-9.02		3.94	-2.82	-1.80
CPI通胀PPI通缩	2015-06	2015-12	1.30	0.10	-0.40	-12.40	0.60	-13.12	2.06	1.50
CPI通胀PPI通缩	2018-01	2018-04	0.07	-0.20	0.00	1.26	-0.44	15.20	-0.62	-0.30
CPI通胀PPI通缩	2018-08	2018-12	-0.27	0.60	-0.84	-14.16	-0.41	13.03	-1.14	-0.10
CPI通胀PPI通缩	2019-03	2020-02	-8.97	-30.80	-29.20	-54.60	-0.48	-4.24	-0.71	0.20
CPI通缩PPI通胀	2004-10	2004-12	-0.67	-1.90	0.30	4.20		6.65	-1.20	1.15
CPI通缩PPI通胀	2008-06	2008-09	-1.40	0.80	0.20	4.38		-5.86	-3.76	-2.08
CPI通缩PPI通胀	2012-12	2013-03	-0.20	0.30	-2.60	-4.04		2.98	1.70	1.90
CPI通缩PPI通胀	2014-06	2014-08	-0.27	-0.80	-0.50	2.17		-19.88	-1.36	-1.90
CPI通缩PPI通胀	2016-06	2017-09	0.10	-1.50	-0.30	14.74	1.06	-18.25	-1.68	-2.80
CPI通缩PPI通胀	2021-06	2021-09	-0.62	-0.46	-1.07	3.27	-4.77	0.77	-0.92	-0.30
CPI通缩PPI通胀	2022-01	2022-02	0.00	8.30	3.56	-17.90	-4.22		-0.24	-0.60

注: 可纵向观察每一列的色阶图, 越靠近红色代表数值越高, 越靠近绿色代表数值越低。同一宏观周期色阶颜色相近, 代表数值接近。

资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图 4 不同通胀通缩状态下经济及政策数据同比平均涨跌幅

通胀通缩状态	GDP	固定资产投资 完成额	社零	出口	1 年期国债 收益率	公共财 政支出	可比口 径社融	M2
CPI&PPI 通胀	-0.44	0.70	1.56	4.34	0.00	4.09	-1.07	-3.23
CPI&PPI 通缩	1.58	1.34	0.39	-13.77	-0.04	-1.27	0.75	1.90
CPI 通胀 PPI 通缩	-0.92	-4.01	-3.65	-11.08	-0.18	3.03	-0.81	-0.28
CPI 通缩 PPI 通胀	-0.44	0.68	-0.06	0.97	-2.64	-5.60	-1.07	-0.66

注：可横向观察每一行的色阶图，越靠近红色代表数值越高，越靠近绿色代表数值越低。

资料来源：wind，华安证券研究所测算

图 5 降准后大类资产表现总结

资产类别	上证综指 涨跌幅 (%)				沪深300 涨跌幅 (%)				创业板 涨跌幅 (%)				10Y 国债收益率 (BP)				10Y 国开债收益率 (BP)			
	前 一周	后 一周	后一 个月	后三 个月	前 一周	后 一周	后一 个月	后三 个月	前 一周	后 一周	后一 个月	后三 个月	前 一周	后 一周	后一 个月	后三 个月	前 一周	后 一周	后一 个月	后三 个月
2008-09-25	21.19	-5.39	-24.99	-18.88	17.28	-4.27	-25.58	-15.13	-	-	-	-	1.56	-4.67	-57.54	-102.31	-11.36	9.54	-64.02	-119.67
2008-10-15	-4.66	-4.96	-0.41	-6.58	-5.36	-4.23	1.53	-1.99	-	-	-	-	-24.37	8.60	-15.80	-28.05	-19.29	1.77	-39.72	-57.33
2008-12-05	7.88	-3.19	-6.83	10.03	10.01	-2.62	-6.47	14.49	-	-	-	-	-8.44	1.76	-19.59	32.49	-5.40	11.00	-14.36	43.43
2008-12-25	-8.10	1.53	8.60	23.71	-8.52	0.65	9.96	28.36	-	-	-	-	0.04	0.55	33.21	42.50	5.87	-4.07	30.34	54.84
2011-12-05	-2.09	-1.79	-7.02	4.79	-2.02	-1.73	-8.83	5.60	-8.58	-0.21	-10.77	-4.18	-19.82	5.07	-0.25	11.94	-25.56	-0.09	-4.73	16.85
2012-02-24	3.50	0.86	-3.65	-3.63	4.37	1.21	-3.50	-1.99	6.20	-0.61	-3.29	-6.52	-1.97	4.52	0.83	-15.45	2.38	5.82	15.35	-4.57
2012-05-18	-2.11	-0.47	-1.21	-9.91	-2.39	-0.03	0.28	-9.88	-2.06	-0.49	6.62	2.45	-12.93	-5.95	4.93	-1.47	-21.09	-7.05	4.53	3.75
2015-02-05	-3.86	1.18	5.29	34.84	-3.30	2.26	5.07	35.24	3.68	0.82	12.40	60.43	-9.48	-1.53	9.04	5.42	-14.98	1.02	11.92	12.91
2015-04-20	2.31	7.36	5.44	-5.33	2.28	6.32	5.15	-7.99	-5.93	13.31	40.47	17.46	-21.31	-6.02	-2.72	4.55	-19.73	-17.12	-0.57	4.07
2015-09-06	-3.92	1.12	2.04	14.82	-3.45	0.94	1.42	13.45	-5.18	0.67	15.67	44.61	-6.00	1.00	-7.94	-29.23	-2.86	1.67	-7.35	-37.72
2015-10-23	0.62	-0.88	5.80	-15.59	1.05	-1.04	5.10	-13.72	3.65	-2.37	9.15	-16.78	-8.16	2.00	9.02	-24.86	-9.49	-5.98	3.53	-43.21
2016-03-01	-5.86	6.15	9.91	3.27	-5.14	6.04	9.81	4.64	-12.77	3.48	15.68	6.39	0.76	8.25	-1.08	12.49	2.83	7.64	6.28	16.54
2018-04-25	0.86	-1.18	0.75	-6.81	1.66	-1.70	-0.32	-6.45	-0.16	-0.98	-0.82	-10.43	11.05	5.47	0.08	-5.03	7.24	8.78	1.88	-21.34
2018-07-05	-1.90	3.80	-1.05	-0.64	-2.37	4.15	-2.07	-1.54	-0.71	5.35	-5.99	-11.68	-2.99	1.53	-4.37	11.50	-15.86	0.39	-9.48	4.20
2018-10-15	-5.46	3.38	2.50	-1.26	-5.00	4.60	2.51	-1.88	-7.64	5.18	10.84	-0.34	-2.98	0.53	-16.39	-45.60	-1.48	-2.47	-17.37	-62.93
2019-01-15	1.74	0.36	5.81	23.63	2.63	0.49	8.76	27.10	0.22	-1.11	7.55	31.64	1.72	-3.12	-6.57	23.53	8.97	1.50	1.52	29.86
2019-01-25	0.22	0.63	13.82	20.07	0.51	1.98	17.11	23.78	-0.32	0.46	21.40	31.96	4.88	-3.66	3.89	27.95	8.50	-7.24	5.02	22.66
2019-09-16	0.20	-1.77	-1.72	-1.53	-0.38	-1.69	-0.89	0.75	-1.09	-1.75	-3.38	3.85	6.76	0.79	7.67	9.28	9.97	-4.46	2.06	4.46
2020-01-06	1.43	1.04	-8.60	-8.52	1.17	1.81	-7.28	-8.02	3.89	4.04	4.29	5.91	0.30	-5.12	-29.12	-62.40	-0.61	-3.97	-31.55	-68.90
2021-07-09	0.15	0.43	-0.84	1.93	-0.23	0.50	-1.65	-2.75	2.26	0.68	1.39	-4.87	-6.98	-6.73	-14.90	-9.19	-6.64	-7.24	-18.18	-18.26
2021-12-06	0.75	2.56	-0.09	-6.03	0.85	3.91	-1.52	-11.03	-2.78	2.67	-8.18	-22.77	-0.74	3.76	0.29	1.00	-2.71	2.26	1.39	0.86
涨幅	0.14	0.51	0.17	2.49	0.17	0.83	0.41	3.38	-1.61	1.71	6.65	7.48	-4.72	0.33	-5.11	-6.71	-5.30	-0.40	-5.88	-10.45
胜率	57%	62%	48%	43%	48%	62%	52%	43%	35%	59%	65%	53%	62%	38%	57%	48%	67%	48%	48%	43%

资料来源：Wind，华安证券研究所

注 1：创业板数据从 2010 年 6 月 1 日开始；观察期的计算中，“后一周、后一个月、后三个月”分别以降准日加 7 天、30 天、90 天近似计算，若对应日期没有数据，则后延至有数据日作为近似替代；“前一周”为降准日减 7 天近似计算，若对应日期没有数据，则倒推至有数据日作为近似替代。此外，需要注意的是，对于两次降准相隔月份数在 3 月以内的情况，“后三个月”的大类资产表现是也隐含了下一次降准的影响，分析时应予以考虑。

注 2：计算胜率时，股指上行、债券收益率下行为胜。

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。