

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

为什么在当前时点启动存款利率改革?

2022年5月11日

5月9日,中国人民银行发布2022年第一季度中国货币政策执行报告,在延续4.29政治局会议定调的基础上,又释放了一些新的信号。

- **第一,外部主要面临地缘政治冲突加剧、主要发达经济体加快收紧货币政策的**风险。海外通胀在乌克兰危机背景下加剧,大宗商品涨价、供应链运转阻滞加大,或导致高通胀持续更久,进而拖累全球经济复苏。主要发达经济体尤其是美联储加快收紧货币政策,驱动中美利差发生倒挂,短期内幅度或进一步加深,对于资本外流、人民币汇率贬值等施加了额外压力。
- **第二,内部经济压力进一步加大,下阶段政策重点支持稳增长、稳就业、稳物价。**稳增长对应疫情对经济冲击加大,稳增长力度需要进一步提升;稳就业被摆在突出位置,对应新一轮疫情冲击下城镇新增就业承压,失业率突破5.5%,夏季毕业生规模超千万;稳物价对应乌克兰危机下,全球粮食价格和能源价格的上涨压力。
- **第三,坚持不搞“大水漫灌”,发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能。**一季度央行主动运用降准、上缴利润等政策工具,基本解决全年流动性缺口,为稳定宏观经济大盘提供了适宜的流动性环境。未来经济稳步复苏情形下,再降准空间较小;若经济恢复不及预期,不排除央行通过再降准提振市场信心。结构工具上,央行再贷款工具频出,精准发力态势不变。
- **第四,央行上缴结存利润持续对流动性形成补充,预计短期内流动性将维持稳中偏松。**Q1超储率高于去年同期,4月以来DR007持续位于短期政策利率下方,银行体系流动性稳中偏松。随着央行继续上缴结存利润,预计流动性稳中偏松的局面将延续。
- **第五,银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束持续缓解,1、5年期LPR均有下调空间。**央行一是综合运用多种货币政策工具,保持流动性合理充裕,缓解流动性约束。二是每月稳定开展CBS操作,通过永续债推动银行补充资本,同时鼓励大行降低拨备覆盖率,缓解资本约束。三是“建立存款利率市场化调整机制”,推进存款加权平均利率下降10个基点。随着三大约束不同程度缓解,银行有充足空间推动LPR进一步下调。
- **第六,当前时点启动存款利率改革,短期服务于稳增长、促实业。往深层看,是终结利率双轨制、完善央行调控框架的关键一环。**存款利率市场化调整机制一是以10年期国债收益率为参考,推动存款基准利率与市场利率“两轨并一轨”。二是以1年期LPR为参考,使得银行负债成本与资产收益相匹配,存款利率受政策利率传导更加畅通。如此一来,央行市场化利率形成和传导机制进一步完善,存款利率与LPR相互牵引联动,货币政策传导效率明显提高。
- **第七,汇率仍“以我为主”,央行或再度动用稳汇率政策工具。**过去几周人民币汇率出现了快速贬值现象,央行定调不变,一方面体现了稳增长优

先的政策定调，央行将继续保持货币政策独立性。另一方面，央行不会对人民币汇率大幅贬值、快速贬值坐视不管，未来将“加强跨境资金流动宏观审慎管理，强化预期管理，处理好内部均衡和外部均衡的平衡”，或再度动用稳汇率政策工具。

- **第八，“房住不炒”基调不变，但支持因城施策、加大住房租赁金融支持力度，进一步放松地产调控政策将水到渠成。**在 4.29 政治局会议定调的基础上，央行进一步提出加大住房租赁金融支持力度，维护住房消费者合法权益”、“稳妥实施房地产金融审慎管理制度”等，传递出积极的稳地产态度。5 月 6 日央行披露 2022Q1 贷款投向数据，其中房地产贷款增速 6.38%，较上年末边际回升。
- **风险因素：**疫情再度恶化，政策推进不及预期。

目 录

一、Q1 货币政策执行报告释放了哪些信号?	4
二、Q1 货币政策执行报告表述变化一览	8
风险因素	9

图 目 录

图 1: 美联储史诗级加息驱动中美利差收窄乃至发生倒挂	4
图 2: 2021 下半年新一轮疫情反弹, 城镇新增就业压力加大	5
图 3: 2022 年 3 月城镇调查失业率为 5.8%	5
图 4: 4 月份以来 DR007 持续居于短期政策利率下方	6
图 5: 三大约束持续缓解, 5 月份 1 年、5 年期 LPR 均有可能出现下调	6
图 6: 过去数周人民币汇率出现了快速贬值的现象	7
图 7: 2022Q1 房地产贷款增速边际上行	7
图 8: 2022Q1 货币政策执行报告较 2021Q4 的重要表述对比	8

事件：

北京时间5月9日傍晚17点半，中国人民银行发布2022年第一季度中国货币政策执行报告。

一、Q1 货币政策执行报告释放了哪些信号？

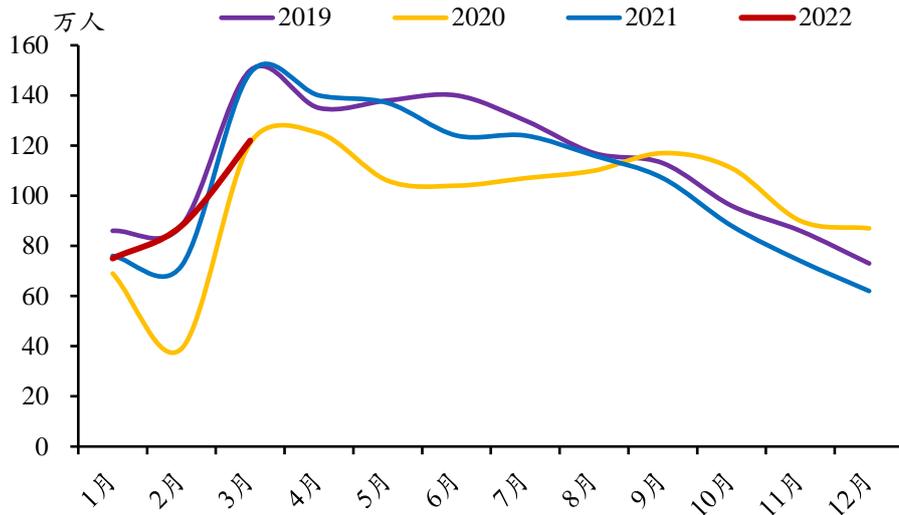
第一，外部主要面临地缘政治冲突加剧、主要发达经济体加快收紧货币政策的风险。央行此前关注的海外通胀和主要发达经济体宏观政策转向风险，均已产生实质性变化。海外通胀在乌克兰危机背景下加剧，能源、金属等大宗商品价格明显上涨，贸易往来及供应链运转阻滞加大，或导致高通胀持续更久，进而拖累全球经济复苏。IMF在4月份将全球经济增速预测下调0.8个百分点至3.6%。主要发达经济体加快收紧货币政策，尤其是美联储继续走在史诗级加息的路上，中美利差发生倒挂，短期内幅度或进一步加深，对于资本外流、人民币汇率贬值等施加了额外的压力。

图 1：美联储史诗级加息驱动中美利差收窄乃至发生倒挂

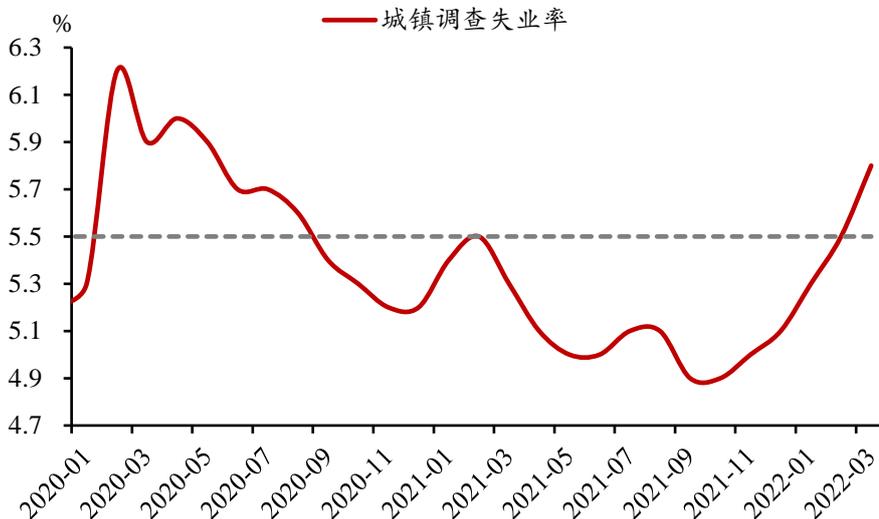


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二，内部经济压力进一步加大，下阶段政策重点支持稳增长、稳就业、稳物价。央行延续了4.29政治局会议“我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”的表述，确认了疫情和乌克兰危机背景下，国内经济压力进一步加大。“三稳”中，稳增长对应疫情对经济冲击加大，稳增长力度需要进一步提升；稳就业被摆在突出位置，对应新一轮疫情冲击下城镇新增就业承压，失业率突破5.5%的红线，保就业压力加大；稳物价对应乌克兰危机下，全球粮食价格和能源价格的上涨压力，针对粮食安全、重要农产品产销和煤炭等能源供应，央行将做好金融保障服务，包括增加1000亿煤炭再贷款，新提出“适时增加支农支小再贷款额度”等。

图 2：2021 年下半年新一轮疫情反弹，城镇新增就业压力加大


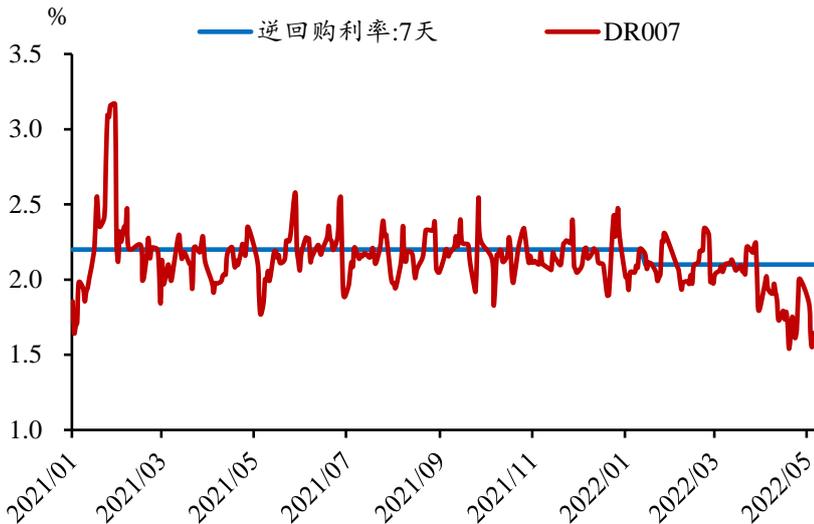
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：2022 年 3 月城镇调查失业率为 5.8%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

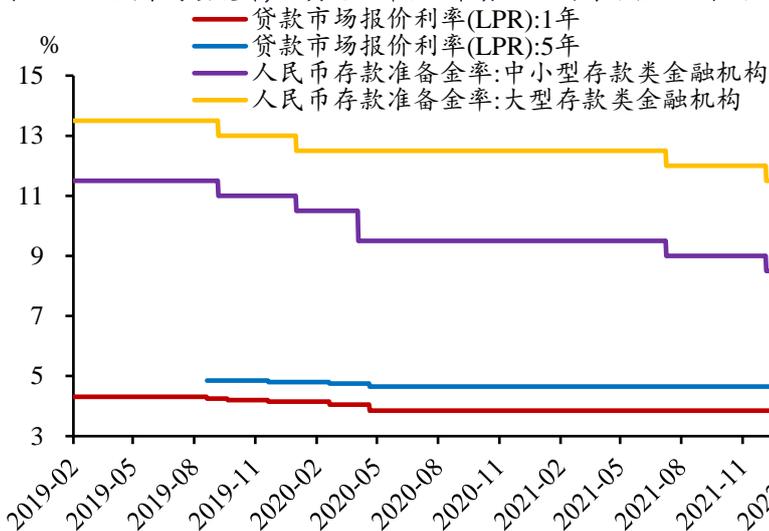
第三，坚持不搞“大水漫灌”，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能。今年以来，央行主动作为、靠前发力，为稳定宏观经济大盘提供了适宜的流动性环境。总量上 Q1 新增人民币贷款实现同比多增，社融增速升至 10.6%；结构上全力支持小微企业纾困，为疫情影响较大行业提供差异化金融服务，为粮食、能源保供提供金融保障，加大对有效投资等的金融支持。坚持不搞“大水漫灌”的政策基调较上一季度维持不变，央行近期通过降准和上缴利润已基本解决全年流动性缺口。**未来经济稳步复苏情形下，再降准空间较小；若经济恢复不及预期，不排除央行通过再降准提振市场信心。**结构工具上，近期央行再贷款工具频出，精准发力态势不变。

第四，央行上缴结存利润持续对流动性形成补充，预计短期内流动性将维持稳中偏松。3 月末超储率为 1.7%，较上年同期高 0.1 个百分点，4 月份以来，DR007 持续位于短期政策利率下方，反映出银行体系流动性稳中偏松。央行通过降准、上缴利润、MLF、再贷款等政策工具有效补充了流动性。5 月 10 日央行国库局局长董化杰表示“2022 年已上缴结存利润 8000 亿元，相当于降准 0.4 个百分点”。随着央行继续上缴结存利润，预计流动性稳中偏松的局面将延续。

图 4：4 月份以来 DR007 持续居于短期政策利率下方


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第五，银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束持续缓解，1 年、5 年期 LPR 均有下调空间。一季度以来，央行一是综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，缓解了流动性约束。二是以每月一次的频率稳定开展 CBS 操作，以永续债为突破口推动银行补充资本，同时鼓励大型银行降低拨备覆盖率，缓解了资本约束。三是“建立存款利率市场化调整机制”，推进存款利率进一步市场化，4 月最后一周（4.25-5.1），全国金融机构新发生存款加权平均利率为 2.37%，较前一周下降 10 个基点。至此，银行面临的流动性、资本、利率三大约束均有不同程度缓解，存在充足空间推动 LPR 进一步下调。

图 5：三大约束持续缓解，5 月份 1 年、5 年期 LPR 均有可能出现下调


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第六，当前时点启动存款利率改革，短期服务于稳增长、促实业。往深层看，是终结利率双轨制、完善央行调控框架的关键一环。当前，稳增长是央行的首要政策目标，央行意在降低企业综合融资成本，支持实体经济。现行利率传导机制下，贷款利率锚定 LPR，央行引导 LPR 下行最直接的手段是降息（MLF 利率）。汇率、中美利差等一系列因素约束下，央行降息受限，须通过其他途径引导 LPR 下调，这一途径就是“存款利率市场化调整机制”。

该机制一是以 10 年期国债收益率为参考，推动存款基准利率与市场利率“两轨并一轨”。从机制上看，当国债利率较低时，对应银行间流动性较充裕，银行高息揽储动机降低，存款利率有下调空间，反之则反。二是以 1 年期

LPR 为参考，使得银行负债成本与资产收益相匹配，同时受政策利率传导更畅通。如此一来，央行市场化利率形成和传导机制进一步完善，存款利率与 LPR 相互牵引联动，货币政策传导效率明显提高。

第七，汇率仍“以我为主”，央行或再度动用稳汇率政策工具。过去几周人民币汇率出现了快速贬值现象，5月9日在岸即期汇率突破 6.7 的关键点位。Q1 报告中，央行关于汇率的定调仍然是“以我为主”，一方面这符合中国将稳增长放在首位的政策基调，央行将继续保持货币政策独立性，为国内经济增长创造宽松空间。另一方面，央行不会对人民币汇率大幅贬值、快速贬值坐视不管，下一阶段将“加强跨境资金流动宏观审慎管理，强化预期管理，处理好内部均衡和外部均衡的平衡”，或在下调外汇存准率后，再度动用其他稳汇率政策工具。

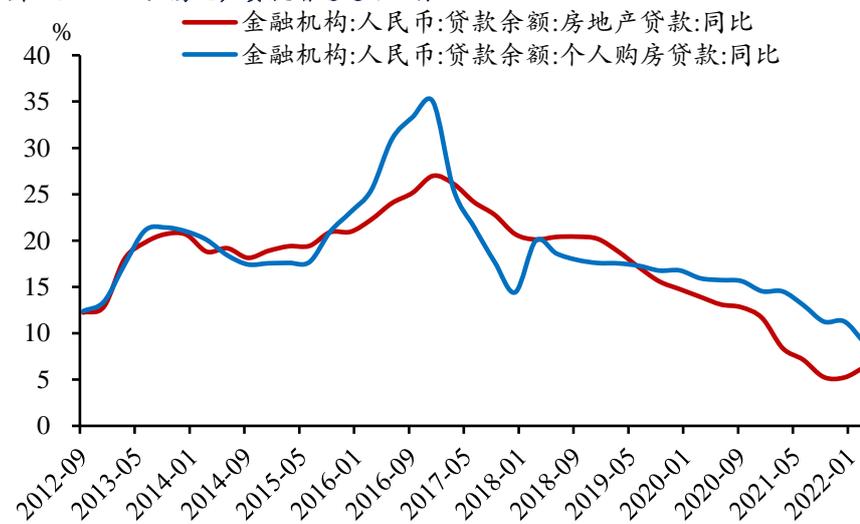
图 6：过去数周人民币汇率出现了快速贬值的现象



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第八，“房住不炒”基调不变，但支持因城施策、加大住房租赁金融支持力度，进一步放松地产调控政策将水到渠成。房地产业事关宏观经济稳定大局，出于稳增长、稳就业和稳信贷等考虑，都需要稳住房地产产业链。4.29 政治局会议提出“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展”，在这一基础上，央行进一步提出“加大住房租赁金融支持力度，维护住房消费者合法权益”、“稳妥实施房地产金融审慎管理制度”等，传递出积极的稳地产态度。5月6日央行披露 2022Q1 贷款投向数据，其中房地产贷款增速 6.38%，较上年末边际回升。

图 7：2022Q1 房地产贷款增速边际上行



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、Q1 货币政策执行报告表述变化一览

图 8：2022Q1 货币政策执行报告较 2021Q4 的重要表述对比

		2022Q1	2021Q4
全球经济展望		受疫情脉冲式反弹、 地缘政治冲突加剧、主要发达经济体加快收紧货币政策 等影响，第一季度全球经济增长放缓， 海外通胀压力持续走高 ，能源、金属、农产品价格明显上涨，金融市场震荡加剧， 全球经济复苏前景的复杂性和不确定性加大 。 地缘局势紧张影响全球经济复苏，主要发达经济体货币政策加速收紧的影响正在显现 ，全球复苏分化依然较大，发展中国家面临挑战。	受疫情反弹扰动，2021 年下半年以来全球经济复苏放缓， 供应链瓶颈仍未根本缓解，海外通胀压力上升 ，发达经济体劳动力市场出现结构性变化， 劳动力缺口扩大 。展望未来， 疫情形势、通胀走势、发达经济体宏观政策调整仍有较大不确定性 ，可能伴生的经济金融风险不容忽视。 主要发达经济体宏观政策转向的影响是 2022 年重要的外部不确定性 。发达经济体宏观政策总体退坡，不仅可能伴生资产价格震荡调整的金融风险，还会通过贸易往来、资本流动、金融市场等渠道对新兴经济体产生明显外溢效应。
国内经济展望		2022 年一季度，面对国际环境更趋复杂严峻和国内疫情频发带来的多重考验，我国国民经济继续恢复发展态势，发展质量不断提升， 开局总体平稳 。总的来看，我国经济运行保持在合理区间，工农业产品和服务供给总体充裕，消费、投资需求仍处在恢复之中， 物价形势总体稳定，货币政策保持稳健取向，有利于物价走势中长期保持稳定 。近期， 新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升 。同时要看到，当前我国发展有诸多战略性有利条件，经济体量大、回旋余地广，具有强大的韧性和活力，又有超大规模市场， 长期向好的基本面没有改变，完全有能力、有条件战胜困难挑战，实现经济持续健康发展 。	2021 年，面对百年变局、世纪疫情和纷繁复杂的国内国际形势， 我国国民经济持续稳定恢复，实现了较高增长、较低通胀、较多就业的优化组合，高质量发展取得新成效 。也要看到，当前我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力， 外部环境更趋复杂严峻和不确定 。疫情、通胀和发达经济体货币政策调整仍是全球经济的三大不确定性。国内经济面临下行压力， 疫情反复仍对消费需求形成抑制，部分领域投资尚在探底，经济潜在增速下行、人口增长放缓、低碳转型等中长期挑战 也不容忽视。 通胀压力总体可控 。
货币政策展望	政策基调	坚持稳字当头、稳中求进， 完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，深化供给侧结构性改革，支持稳增长、稳就业、稳物价 ，建设现代中央银行制度，健全现代货币政策框架，推动高质量发展，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间， 以实际行动迎接党的二十大胜利召开 。	坚持稳字当头、稳中求进，积极主动贯彻落实中央经济工作会议精神， 加大金融对实体经济的支持力度，继续做好“六稳”、“六保”工作，着力稳定宏观经济大盘 ，为保持经济运行在合理区间营造适宜的货币金融环境，迎接党的二十大胜利召开。
	调控目标	稳健的货币政策 加大对实体经济的支持力度，稳字当头，主动应对，提振信心，搞好跨周期调节，坚持不搞“大水漫灌” ，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能， 落实好稳企业保就业各项金融政策措施 ，聚焦支持小微企业和受疫情影响的困难行业、脆弱群体。用好各类货币政策工具， 保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性 ，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。	稳健的货币政策要灵活适度， 加大跨周期调节力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，注重充足发力、精准发力、靠前发力，既不搞“大水漫灌”，又满足实体经济合理有效融资需求 ，着力加大对重点领域和薄弱环节的金融支持， 实现总量稳、结构化的较好组合。保持货币信贷总量稳定增长、信贷结构稳步优化 。完善货币供应调控机制，保持流动性合理充裕。
	工具	货币政策稳字当头、稳中求进，根据实现形势变化靠前发力 ，综合运用降准、 上缴利润 、中期借贷便利（MLF）、再贷款、再贴现、公开市场操作等多种方式投放流动性， 灵活把握公开市场操作力度和节奏，保持银行体系流动性合理充裕 。	按照稳健的货币政策灵活精准、合理适度的要求， 坚持稳字当头，搞好跨周期设计，综合运用降准、中期借贷便利（MLF）、再贷款、再贴现和公开市场操作等货币政策工具投放流动性，进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性 。
	社融/M2	保持货币供应量和 社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配 。	保持货币供应量和 社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配 。
	实体经济	进一步抓好已有 金融纾困政策落实，督促指导金融机构主动作为 ，精准发力，合理投放贷款， 全力支持小微企业纾困发展，为受疫情影响较大的行业提供差异化金融服务 ，强化产业链供应链核心企业金融支持，积极支持民营企业健康发展。全力做好粮食安全和重要农产品产销的金融保障， 做好煤炭等能源供应的金融服务 ，加大对物流航运循环畅通的金融支持， 加大对有效投资等金融支持 。抓好金融支持全面推进乡村振兴重点工作意见落地落实， 指导金融机构优化资源配置，精准发力、靠前发力，切实加大“三农”领域金融支持，接续全面推进乡村振兴 。	强化中小微企业金融服务能力建设， 引导金融机构继续增加首贷、续贷、信用贷，推动形成敢贷、愿贷、能贷、会贷长效机制。提高中小微企业供应链融资可得性，推动完善中小微企业融资配套机制 。继续巩固拓展脱贫攻坚成果，做好金融支持种业发展、新型农业经营主体、农业农村基础设施建设等领域工作， 引导金融机构创新专属金融产品和服务，更好满足涉农领域多样化融资需求 。
补充银行资本	健全可持续的资本补充机制，多渠道补充商业银行资本， 加大对中小银行发行永续债等资本补充工具的支持力度 。	健全可持续的资本补充机制，多渠道补充商业银行资本， 加大对中小银行发行永续债等资本补充工具的支持力度 。	
贷款	信贷政策	完善货币供应调控机制， 持续缓解银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束，培育和激发实体经济信贷需求，引导金融机构合理投放贷款，增强信贷总量增长的稳定性 。	完善货币供应调控机制， 持续缓解银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束，培育和激发实体经济信贷需求，引导金融机构有力扩大信贷投放，增强信贷总量增长的稳定性 。
	贷款利率	贷款利率进一步降低 。2022 年以来，人民银行持续深化利率市场化改革，发挥贷款市场报价利率（LPR）改革效能和指导性作用， 增强信贷市场竞争性，同时优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步下行，引导金融系统继续向实体经济让利 。	健全市场化利率形成和传导机制，持续深化利率市场化改革， 发挥贷款市场报价利率（LPR）改革效能。稳定银行负债成本，引导企业贷款利率下行。企业贷款利率是改革开放四十多年来的最低水平，金融对实体经济支持力度稳固 。
汇率		2021 年，跨境资本流动和外汇供求基本平衡，市场预期总体平稳。以市场供求为基础，参考一篮子货币调节、有管理的浮动汇率制度运行良好， 人民币汇率以市场供求为基础，双向波动，弹性增强 ，发挥了宏观经济和国际收支自动稳定器功能。市场因素和政策因素对汇率偏离有效纠正， 人民币汇率保持在合理均衡水平上基本稳定 。保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。 以我为主，以市场供求为基础，增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能，加强跨境资金流动宏观审慎管理，强化预期管理，引导市场主体树立“风险中性”理念，处理好内部均衡和外部均衡的平衡 。	2021 年，跨境资本流动和外汇供求基本平衡，市场预期总体平稳。 人民币汇率以市场供求为基础，双向波动，弹性增强，市场因素和政策因素对汇率偏离有效纠正 ，人民币汇率保持在合理均衡水平上基本稳定。 展望未来，加强预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。发展外汇市场，引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，指导金融机构基于实需原则和风险中性原则积极为中小微企业提供汇率避险服务，降低中小微企业汇率避险成本，加强自身外汇业务风险管理，维护外汇市场平稳健康发展 。
防风险		坚持底线思维，增强系统观念，遵循市场化法治化原则， 统筹做好重大金融风险防范化解工作，坚决守住不发生系统性金融风险的底线 。 统筹监管金融控股公司 ，稳妥推进具备设立情形的非金融企业依法申请金融控股公司，不断完善相关监管制度体系， 推动金融控股公司规范可持续发展。加强金融法治建设，以制定金融稳定法和设立金融稳定保障基金为契机，进一步固化和健全金融风险预防、化解、处置长效机制，推动处置机制市场化、法治化、常态化 。	坚持底线思维，增强系统观念，遵循市场化法治化原则， 统筹做好重大金融风险防范化解工作 。 进一步发挥存款保险市场化处置平台作用，探索多种市场化、法治化方式，支持中小银行化解风险和补充资本。加快完善现代金融监管制度体系，抓紧补齐监管制度短板，加强金融控股公司监管 。

资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

风险因素

疫情再度恶化，政策推进不及预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准20%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。