



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

巩固基础，政策兼顾

——央行 2022 年二季度货币政策报告解读

日期：2022年08月15日

分析师：胡月晓
Tel: 021-53686171
E-mail: huyuexiao@shzq.com
SAC 编号: S0870510120021
分析师：陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

- 《疫情防控不松懈，增长目标弱化》
——2022 年 07 月 29 日
- 《政策应出尽出，降息降准或提前》
——2022 年 05 月 26 日
- 《提振需求，应对下行压力》
——2022 年 05 月 22 日

■ 主要观点

巩固基础，政策兼顾

本次货币政策报告最大的特点就是加大了对通胀的关注，尤其是当前的结构性通胀压力。下半年 CPI 面临反弹的压力，个别月份甚至会突破 3%。鉴于此，央行也强调了政策上要兼顾均衡，“兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡”。下半年的政策还是将围绕稳增长、稳就业、稳物价展开。稳增长的重心是要巩固当前的经济发展基础，稳物价就是要坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，政策也在寻求更好的均衡。具体的政策方向上还是要总量与结构并重。总量上要保持流动性的合理充裕，继续加大对企业的信贷支持，宽信用方向不变，但也会更加关注信贷结构的优化。结构政策方面，要做“加法”，主要提到的还是一些已有的工具，支持方向仍然是小微、绿色、科技创新等重点领域、薄弱环节，特别指出要支持中小企业稳定就业，也有助于信贷结构的进一步优化。降成本继续推进，而其余方面的变化有限。

降息降准仍有必要

虽然央行此次在报告中强调了政策要兼顾均衡，并且加大了对结构性通胀压力的关注，但我们认为降息降准仍有必要。中国基础货币增长能力不足，是中国货币体系的基础问题，要保持政策利率和货币增长的平稳，降准仍是未来不可或缺的选项。而在货币内生体系下，中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高，而降息才是有效的解决方式。降息降准能更好引导市场利率的下行，通过利率传导机制，最终实现降成本的效果。而当前的经济恢复基础仍需巩固，随着PPI的加速回落，以及下半年CPI回升的可能性，也使得降息的窗口期出现，降息得以落地。

■ 风险提示

通胀继续上行；疫情反复变化再度超出预期；政策超预期改变。

目 录

| | |
|------------------------------------|-----------|
| 1 事件：事件：央行发布二季度货币政策报告 | 3 |
| 2 事件解析：数据特征和变动原因 | 3 |
| 2.1 专栏 1：金融政策如何助力经济 | 3 |
| 2.2 逆回购缩量是正常调整 | 4 |
| 2.3 专栏 3：信贷结构优化 | 5 |
| 2.4 外部冲击与挑战 | 5 |
| 2.5 专栏四：结构性通胀压力加大 | 6 |
| 2.6 经济恢复基础尚需巩固，警惕结构性通胀压力 | 6 |
| 2.7 兼顾均衡 | 7 |
| 3 事件影响：对经济和市场 | 9 |
| 3.1 巩固基础，政策兼顾 | 9 |
| 4 事件预测：趋势判断 | 10 |
| 4.1 降息降准仍有必要 | 10 |
| 5 风险提示： | 10 |

图

| | |
|------------------------|---|
| 图 1 贷款加权平均利率 (%) | 4 |
| 图 2 逆回购规模 (亿元) | 5 |

表

| | |
|----------------------|---|
| 表 1 货币政策报告要点变化 | 7 |
|----------------------|---|

1 事件：事件：央行发布二季度货币政策报告

近日，央行发布了 2022 年二季度货币政策执行报告。

2 事件解析：数据特征和变动原因

正文中分为 5 大部分，包括：货币信贷状况、货币政策操作、金融市场运行、宏观经济分析、货币政策趋势以及 4 个专栏（值得关注的是专栏 1、专栏 3 以及专栏 4），全方位概括了今年上半年来以来的货币政策执行情况以及下一阶段的操作思路，要点如下：

2.1 专栏 1：金融政策如何助力经济

专栏 1 特别回顾了今年主要的金融政策，为稳住经济大盘，服务实体经济发挥了重要的作用。

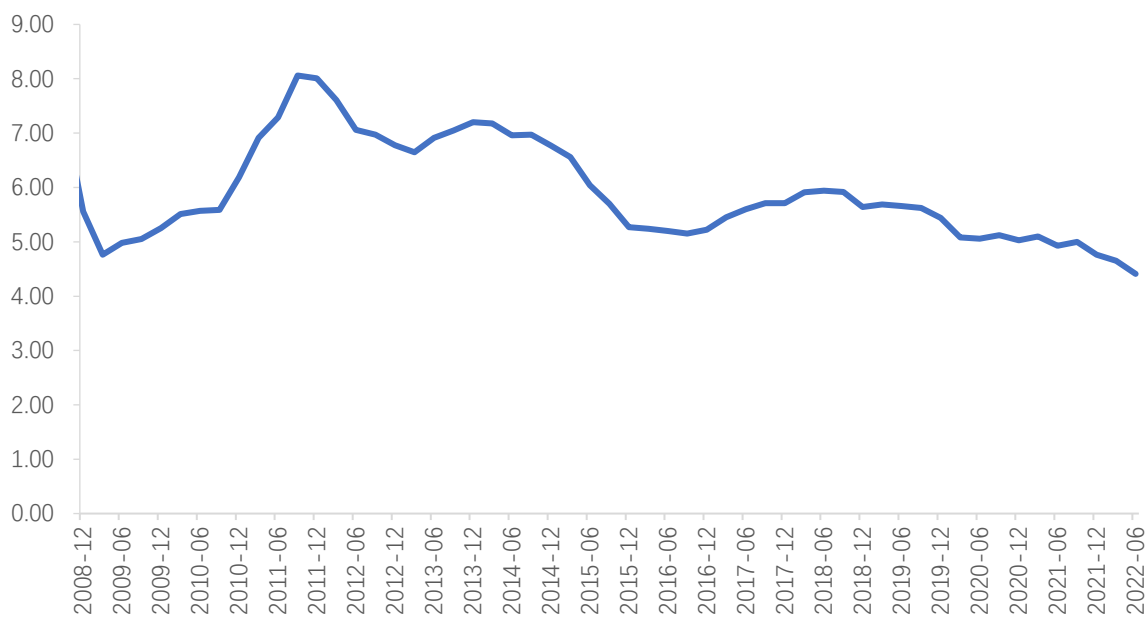
首先是加大了对实体经济的信贷支持力度。总量上保持流动性的合理充裕，综合运用降准、中期借贷便利、再贷款、再贴现和公开市场操作加大流动性投放力度，特别提到了截至 7 月，央行已上缴利润 1 万亿，相当于全面降准 0.5 个百分点。以总量的充裕刺激加大信贷投放。

针对受疫情影响的市场主体实施贷款延期还本付息。相关的政策在国务院实施的一揽子政策中也有体现。

发挥结构性政策工具的精准滴灌作用，主要包括支持普惠金融的再贷款、再贴现、碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、科技创新再贷款、普惠养老专项再贷款、交通物流专项再贷款，用于支持不同特定领域，体现了精准滴灌以及结构性政策支持方向。

发挥 LPR 效能，降低企业融资成本。今年以来，1 年期和 5 年期以上 LPR 分别下降 0.1 个、0.2 个百分点，通过“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”的货币政策传导机制，引导贷款利率创下有统计以来新低。6 月，企业贷款加权平均利率为 4.16%，降成本效果显著。另外对于存款自律上限的优化也有助于稳定银行负债成本，进而推动贷款利率进一步下行。

图 1 贷款加权平均利率 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

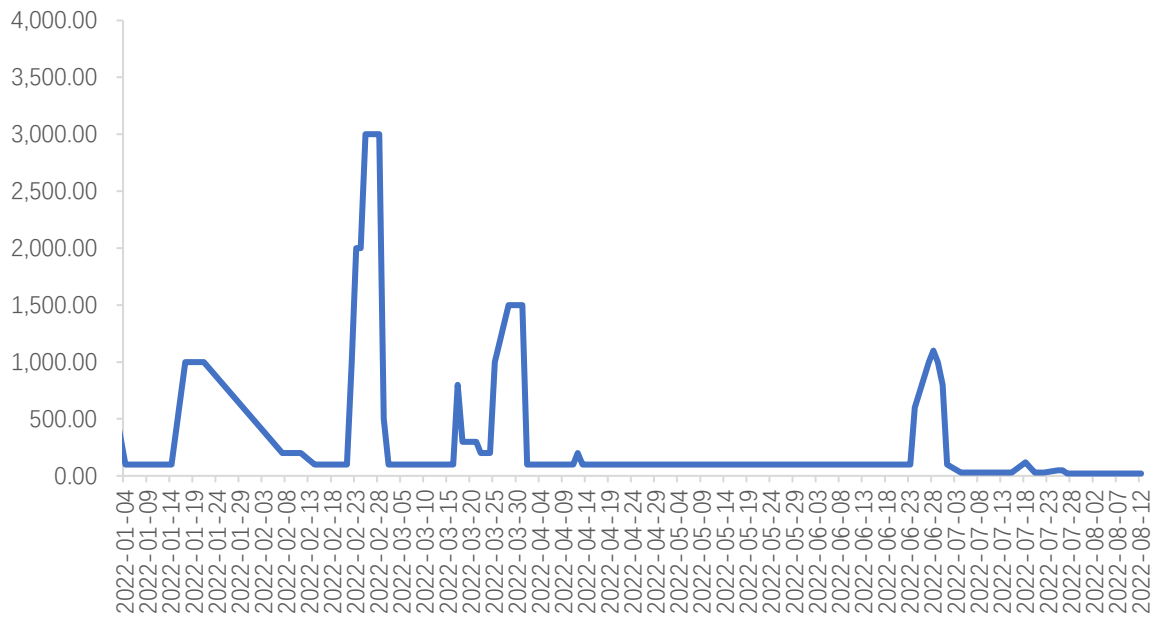
鼓励金融机构发行“三农”、小微专项金融债券，拓宽可贷资金来源。

最后是引导金融机构加大对基础设施建设和重大项目的支持力度。调增开发性政策性银行信贷额度 8000 亿元，推动设立 3000 亿元政策性开发性金融工具，支持中长期基础设施贷款投放，体现了扩大需求的发力方向，也表明了稳增长的抓手仍然是基建。

2.2 逆回购缩量是正常调整

近年来，央行的公开市场操作已形成一定规律，日常按 100 亿元的 7 天逆回购规模进行投放，在特殊时点如季末、月末、春节、国庆或是缴税、政府债券发行等因素引起的资金需求短时上升节点会加大投放量，甚至会启用 14 天期逆回购，拉长资金期限，熨平流动性波动，或是应对疫情冲击而进行的流动性放松。但从 7 月以来央行从以往的 100 亿元操作规模明显缩减，到目前形成了日常 20 亿元的操作规模，一度引发市场的关注。对此，央行在此次的货币政策报告中特别回应，主要原因还是因为由于货币市场资金供给充足，公开市场业务一级交易商对公开市场逆回购操作的需求总体有所减少，央行根据供需情况而进行了调整。央行强调央行公开市场操作是短期流动性调节工具，操作量根据流动性供需变化灵活调整是正常现象。这与央行前期强调不应过分关注公开市场操作的量，而应更多关注公开市场操作利率，也就是政策利率是否发生变化的观点一致。

图 2 逆回购规模 (亿元)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.3 专栏 3: 信贷结构优化

专栏 3 讨论了近年来我国信贷结构的变化, 呈现出“制造业筑底企稳、普惠小微稳步提升、基建高位缓落、房地产冲高趋降”的特征。制造业贷款从 2010 年 17% 趋势性下行至 2020 年 9% 的势头得到遏制, 2022 年 6 月末回升至 9.4%。其中制造业中长期贷款自 2020 年 6 月以来持续保持 20% 以上的高增速。总量和结构优化同步推进。普惠小微贷款也明显发力, 截至今年 6 月末余额已达到 22 万亿, 占比达到 10.4%, 甚至略高于制造业贷款, 是 2018 年末的 2.7 倍。而基建与地产贷款占比则整体有所回落, 基建贷款由 2010 年的 25% 降至 2019 年以来的 19% 左右, 房地产贷款则由 2019 年峰值的 29% 回落至 2022 年 6 月末的 25.7%。

央行特别讨论信贷结构的变化, 主要是为了解释信贷增速回落的情况。由于过去量级较大的基建贷款和房地产贷款需求减弱, 而普惠小微以及高技术制造业等贷款体量相对较小, 并且加上直接融资的上升, 会导致信贷增速的放缓。央行特别强调这并不意味着金融支持实体的力度减弱。整体来看货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速仍将保持基本匹配。中长期来看, 信贷增长将实现总量稳、结构优, 并且绿色投资、“两新一重”等新动能也将为信贷未来的增长提供支撑。

2.4 外部冲击与挑战

针对世界经济形势, 央行认为高通胀成为全球经济发展的最大挑战。央行认为本轮引发通胀的因素分为短期与中长期。短期

因素包括发达经济体的宽松政策、疫情下的供给冲击、地缘政治因素、劳动力市场供需错配加剧“工资—物价”螺旋以及海外通胀预期引发的“第二轮效应”等。中长期因素则主要是对于抑制通胀发挥重要作用的全球一体化、劳动力供给充裕等红利发生变化逆转，叠加当前能源转型和产业链重构成本上升，央行认为本轮全球通胀走高的粘性和持续时间可能比以往更加严峻。

另外，发达经济体增长动能放缓，货币政策在通胀与经济增长之间面临两难。而对于发展中国家而言，则需要面临通胀攀升、经济放缓、债务积压、货币贬值以及食品和能源危机的风险。

2.5 专栏四：结构性通胀压力加大

鉴于当前全球面临的高通胀问题，专栏四专门讨论了我国的通胀形势。央行认为海外当前面临的两难局面能给予我们很好的启示，保持币值稳定是中央银行的首要职责，维护通胀平稳是宏观大盘稳定的题中之义。

从基本面来看，我国具备保持物价水平总体稳定的有利条件。当前物价走势总温和平稳，有望实现全年CPI平均涨幅在3%左右的预期目标。这得益于我们抓好粮食和能源保供稳价，货币政策也坚决不搞“大水漫灌”、不超发货币。

但我国当前结构性通胀压力仍然存在。外部环境来看，过去的全球一体化、劳动力供给充裕等红利已发生逆转。能源转型和产业链重构成本增加，疫情、地缘政治冲突等超预期因素也会加大价格波动的不确定性，整体而言外部大环境已发生根本性变化。而从国内来看，消费需求的复苏、新一轮“猪周期”的开启以及我国对能源进口的依赖所引发的输入性通胀均可导致物价阶段性反弹。

因此，央行认为下半年CPI的运行中枢将较上半年有所提高，部分月份甚至将超过3%，结构性通胀压力加大。对此，央行还是将坚持稳健的货币政策，不搞“大水漫灌”，把握好稳增长、稳就业、稳物价的平衡。

2.6 经济恢复基础尚需巩固，警惕结构性通胀压力

对于国内经济形势的研判，央行认为外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复基础尚需稳固。外部环境方面，全球经济增长放缓、通胀高位运行、主要发达经济体加快收紧、地缘政治冲突持续是主要问题。而国内方面，消费面临居民收入不振、资产负债表受损以及消费场景受限等限制，积极扩大有效投资还存在一些难点堵点，服务业恢复基础尚不牢固，青年人就业压力较大等问题凸显。

对于通胀，央行认为虽然总体将保持稳定，当要警惕结构性通胀压力，由于是CPI下半年的中枢将有所抬升，甚至阶段性突破3%。并且在后续政策方向中，特别提到要密切关注国内外通胀形势变化，不断夯实国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件，做好妥善应对，保持物价水平基本稳定。

2.7 兼顾均衡

对于下一阶段的政策思路，央行坚持稳字当头，稳中求进，针对当前形势指出要巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，力争实现最好结果。稳健的货币政策要加大实施力度，增加了“兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡”以及“不超发货币”，结合本次报告中对通胀全面加强关注，政策基调也会更加兼顾均衡。

政策方向上要总量与结构政策并重。总量方面要保持合理充裕，加大对企业的信贷支持，并且结合本次专栏对于信贷结构讨论，我们认为除了稳定信贷总量增长之外，央行也会关注信贷结构的优化，主要还是依赖结构性工具。增加“用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施领域建设”与政治局会议的基调一致，基建投资仍然是扩大需求的抓手。结构政策方面，主要提到的还是一些已有的工具，支持方向仍然是小微、绿色、科技创新等重点领域、薄弱环节，特别指出要支持中小企业稳定就业。降成本方面的变化不大，通过利率市场化改革，稳定银行负债成本，降低企业综合融资成本。

表 1 货币政策报告要点变化

| 要点 | 2022 年二季度货币政策报告 | 2022 年一季度货币政策报告 | 2021 年四季度货币政策报告 |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 经济形势 | <p>二季度我国经济顶住压力实现正增长。</p> <p>当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复基础尚需稳固。</p> | <p>我国经济运行总体实现平稳开局。</p> <p>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。</p> | <p>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，“十四五”实现了良好开局。</p> <p>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。</p> |
| 通胀 | <p>全年物价水平将保持总体稳定，但要警惕结构性通胀压力。预计下半年 CPI 涨幅将有所上行，中枢较上半年水平抬升，一些月份涨幅可能阶段性突破 3%，对此要密切关注，加强监测研判，警惕通胀反弹压</p> | <p>未来 PPI 可能延续总体回落态势，同时也要谨防国际大宗商品价格上涨带来的输入性通胀压力。</p> <p>密切关注物价走势变化，支持粮食、能源生产保供，保持物价总体稳定。</p> | <p>未来 CPI 运行中枢可能较上年温和抬升，继续在合理区间运行，PPI 同比涨幅将延续回落态势。</p> |

| | | | |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| | 力。 | | |
| 政策思路 | 坚持稳字当头、稳中求进，建设现代中央银行制度，健全现代货币政策框架，抓好政策措施落实， 巩固经济回升向好趋势 ，着力稳就业稳物价，发挥有效投资的关键作用，保持经济运行在合理区间， 力争实现最好结果 | 坚持稳字当头、稳中求进，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，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 |
| | 加大稳健货币政策实施力度 ，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心，搞好跨周期调节， 兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡 ，坚持不搞“大水漫灌”， 不超发货币 ，为实体经济提供更有力的、更高质量的支持 | 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。 | 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、结构优的较好组合。 |
| | 保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持， 用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施领域建设 ，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，力争经济运行实现最好结果。 密切关注国内外通胀形势变化，不断夯实国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件，做好妥善应对，保持物价水平基本稳定。 结构性货币政策工具积极做好“加法”， 加大普惠小微贷款支持力度，支持中小微企业稳定就业 ，用好支持煤炭清洁高效利用、科技创新、普惠养老、交通物流专项再贷款和碳减排支持工具，促进金融资源向重点领域、薄弱环节和受疫情影响严重的行业、市场主体倾斜，培育新的经济增长点。 | 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。 结构性货币政策工具积极做好“加法”，引导金融机构合理投放贷款，促进金融资源向重点领域、薄弱环节和受疫情影响严重的企业、行业倾斜。 适时增加支农支小再贷款额度 ，用好普惠小微贷款支持工具、科技创新再贷款和普惠养老专项再贷款，抓实碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款运用。 | 保持流动性合理充裕，引导金融机构有力扩大贷款投放， 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。 结构性货币政策工具积极做好“加法”，落实好支持小微企业的市场化政策工具，用好碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，引导金融机构增加对信贷增长缓慢地区的信贷投放，精准发力加大对小微企业、科技创新、绿色发展等重点领域和薄弱环节的支持力度。 |
| | 健全市场化利率形成和传导机制， | 健全市场化利率形成和传导机制， | 健全市场化利率形成和传导机制， |

| | | | |
|-------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| | 优化央行政策利率体系，加强存款利率监管，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，着力稳定银行负债成本，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动降低企业综合融资成本 | 优化央行政策利率体系，加强存款利率监管，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，着力稳定银行负债成本，持续释放贷款市场报价利率改革效能，推动降低企业综合融资成本。 | 发挥贷款市场报价利率改革效能，稳定银行负债成本， 引导企业贷款利率下行 |
| 人民币汇率 | 密切关注主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响，以我为主兼顾内外平衡。坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持底线思维，加强跨境资金流动宏观审慎管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。 | 坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，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， 保持外汇市场正常运行 ，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。密切关注主要发达经济体货币政策调整， 以我为主兼顾内外平衡。 | 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 |
| 房地产 | 牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期， 因城施策用足用好政策工具箱 ，支持刚性和改善性住房需求，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，促进房地产市场健康发展和良性循环。 | 牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，稳妥实施房地产金融审慎管理制度， 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 ，加大住房租赁金融支持力度，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场健康发展和良性循环。 | 牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，实施好房地产金融审慎管理制度，加大住房租赁金融支持力度，维护住房消费者合法权益， 更好满足购房者合理住房需求，促进房地产市场健康发展和良性循环 |

资料来源：货币政策报告，上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 巩固基础，政策兼顾

本次货币政策报告最大的特点就是加大了对通胀的关注，尤其是当前的结构性通胀压力。下半年CPI面临反弹的压力，个别月份甚至会突破3%。鉴于此，央行也强调了政策上要兼顾均衡，“兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡”。下半年的政策还是将围绕稳增长、稳就业、稳物价展开。稳增长的重心是要巩固当前的经济发展基础，稳物价就是要坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，政策也在寻求更好的均衡。具体的政策方向上还是要总量与结构并重。总量上要保持流动性的合理充

裕，继续加大对企业的信贷支持，宽信用方向不变，但也会更加关注信贷结构的优化。结构政策方面，要做“加法”，主要提到的还是一些已有的工具，支持方向仍然是小微、绿色、科技创新等重点领域、薄弱环节，特别指出要支持中小企业稳定就业，也有助于信贷结构的进一步优化。降成本继续推进，而其余方面的变化有限。

4 事件预测：趋势判断

4.1 降息降准仍有必要

虽然央行此次在报告中强调了政策要兼顾均衡，并且加大了对结构性通胀压力的关注，但我们认为降息降准仍有必要。中国基础货币增长能力不足，是中国货币体系的基础问题，要保持政策利率和货币增长的平稳，降准仍是未来不可或缺的选项。而在货币内生体系下，中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高，而降息才是有效的解决方式。降息降准能更好引导市场利率的下行，通过利率传导机制，最终实现降成本的效果。而当前的经济恢复基础仍需巩固，随着PPI的加速回落，以及下半年CPI回升的可能性，也使得降息的窗口期出现，降息得以落地。

5 风险提示：

通胀继续上行：疫情反复导致的全球供应链短缺问题迟迟难以缓解，俄乌冲突扩大化以及西方的连锁制裁引致国际大宗商品市场动荡，通胀或继续上行。

疫情反复变化再度超出预期：防控措施的延长，复工复产不及预期，对于企业经营生产、全球供应链、经济增长的影响进一步加大。

政策超预期改变：大宗商品高位，疫情反复，经济的不确定性增加，政策或出现超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

| | | |
|------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|--|
| 股票投资评级： | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。 | |
| 买入 | 股价表现将强于基准指数 20%以上 | |
| 增持 | 股价表现将强于基准指数 5-20% | |
| 中性 | 股价表现将介于基准指数±5%之间 | |
| 减持 | 股价表现将弱于基准指数 5%以上 | |
| 无评级 | 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级 | |
| 行业投资评级： | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。 | |
| 增持 | 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数 | |
| 中性 | 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平 | |
| 减持 | 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数 | |
| 相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | | |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。