

# 宏观

证券研究报告

2022年08月27日

## 流动性分析手册，从货币信用框架开始说起

作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 联系人  
sunyongle@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：不应低估政策力度——8月24日国常会点评》2022-08-25
- 2 《宏观报告：愈发不容忽视的能源真相》2022-08-23
- 3 《宏观报告：地产和实体经济的脱钩》2022-08-22

对于总量研究而言，理解并掌握流动性是一门基本功。从央行—商业银行体系出发，狭义流动性指银行持有的可灵活动用的超额存款准备金，源头是央行；广义流动性指企业/居民持有的现金或存款，是商业银行信用派生后的结果。

对流动性的跟踪都可以从“量价”两个角度出发。狭义流动性的“量”是指超储率，可以通过简化央行资产负债表来理解超储率的变动。不过因为超储率仅能体现资金供给，政策框架从数量调控转向价格调控等，目前以DR007为代表的资金利率能够更好的体现出狭义流动性市场的松紧状态。广义流动性则更看重量的指标，M1、M2、社融等指标为市场观察广义流动性提供了不同的角度。因为兼具信贷属性，票据利率则是观察信贷投放的重要高指标。

那么分析流动性在投资实践中有什么作用呢？第一，跟踪货币-信用能够帮助我们判断当前的经济状况。在价格方面，M1是工业品价格的先行指标。在数量方面，国内信用周期领先经济周期，对信用周期的跟踪能够帮助我们理解后续经济走势。

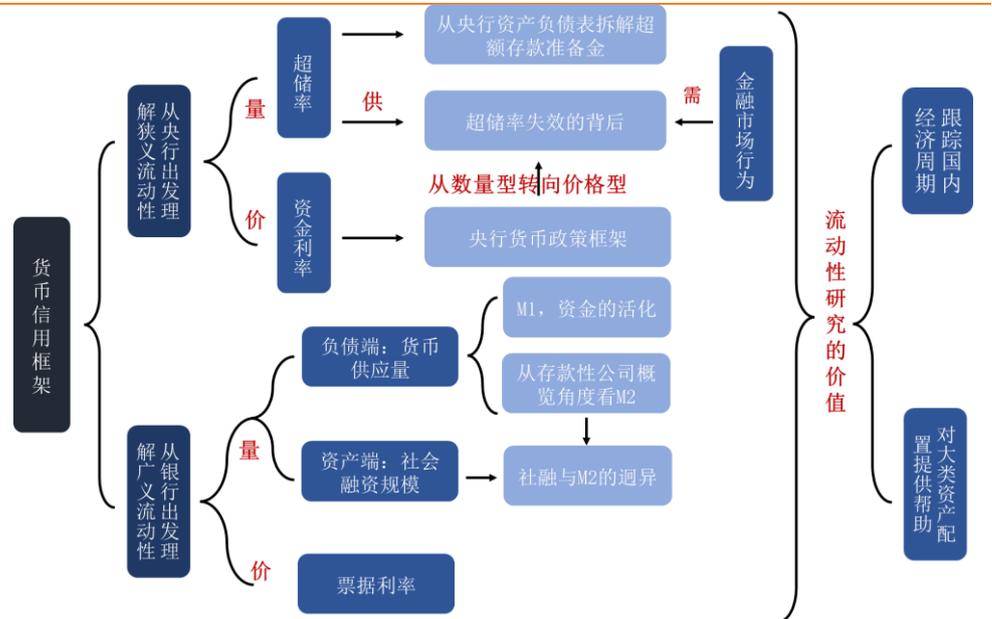
第二，货币-信用也是大类资产风险敞口的重要收益来源。根据货币和信用状态松紧的错位，可以划分为货币-信用时钟，为大类资产配置提供指导。

**风险提示：**关注后续国内货币政策框架的演变；经济转型推进对信贷周期与经济周期关系的影响

对于总量研究而言，理解流动性是基本功。

流动性含义广泛，狭义上的流动性是指资产的变现能力、企业的偿付能力，广义上的流动性是指某一领域内的资金供给情况或者说购买能力。所以我们把流动性这个概念，进一步分为狭义流动性（即银行间市场流动性）、广义流动性（即实体经济流动性）和资本市场流动性（每一个金融资产市场的流动性，如债券/股票市场流动性）等。其中，狭义和广义流动性分别对应了货币和信用，是市场研究关注的重点。

图 1：货币-信用框架一览



资料来源：天风证券研究所

## 从央行出发，理解狭义流动性

我们从央行—商业银行的体系出发来理解流动性，狭义流动性指银行持有的可自由动用的超额存款准备金，源头是央行；广义流动性是指企业、居民持有的现金或存款，是商业银行信用派生后的结果。

### 狭义流动性跟踪

狭义流动性的跟踪，可以从量（超储率）和价（以 DR 利率为代表的资金价格）两个角度入手。

对量（超储率）的分析，可以从央行资产负债表出发，依据“资产=负债”原则来进行。简化资产负债表后得到：

$$\Delta \text{超额存款准备金} \approx \Delta \text{对其他存款性公司债权} - \Delta \text{政府存款} - \Delta \text{外汇占款} - \Delta \text{货币发行} - \Delta \text{法定存款准备金} - \Delta \text{非金融机构存款}$$

前两项（ $\Delta \text{对其他存款性公司债权}$ 、 $\Delta \text{政府存款}$ ）分别对应了货币政策和财政政策，是影响超额存款准备金最主要的因素。央行可以通过 OMO 等公开市场操作以及再贷款等方式向市场投放/回笼流动性，是狭义流动市场的主导力量。政府存款则对应财政四本账的收支结余（包括国债/专项债发行），财政收大于支，则回笼流动性，反之则向市场注入流动性。

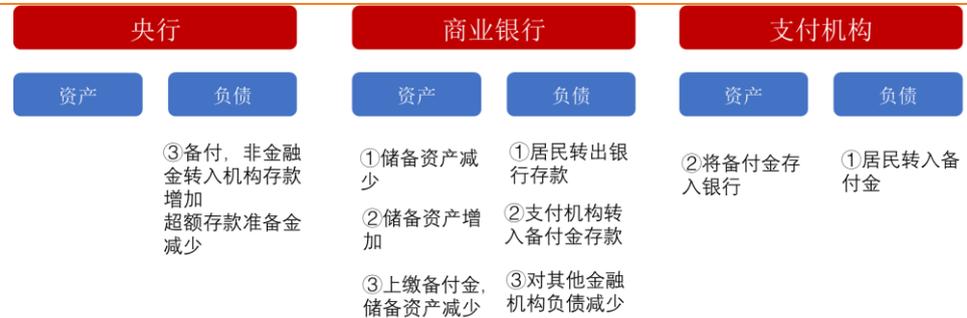
$\Delta \text{外汇占款}$  在 2014 年之前是影响国内狭义流动性的核心因素，彼时央行需要通过提高准备金率等方式来回笼市场上过剩的基础货币，这一时期央行的政策行为略偏被动。2014 年之后随着外汇净流入减少，央行取代外汇占款成为基础货币投放的源头，国内的流动性操作框架也从结构性流动性充裕转向结构性流动性短缺。

最后三项（ $\Delta \text{货币发行}$ 、 $\Delta \text{法定存款准备金}$ 、 $\Delta \text{非金融机构存款}$ ）可以理解为居民/企业的行为对超储的影响。货币发行、法定存款准备金分别表示居民/企业的取现/存款行为等

对超储的消耗。非金融机构存款则主要是支付机构存放在央行的备付金，体现的也是居民/企业的交易行为对超储的影响。

比如居民在淘宝上购物，使用银行存款支付，此时居民存款转入支付宝，成为支付宝的备付金，所以支付宝按规定要求自己的存款行将这笔资金转入央行，此时商业银行的超储转变为非银机构在央行的非金融机构存款。

图 2：非金融机构存款的变动



资料来源：天风证券研究所

按照长短期因素划分，随着经济体量增加，流通中货币、政府存款、客户备付金和法定存款准备金都会呈现趋势性增长，这对超额存款准备金会形成中长期影响。

短期则主要关注这么几点：

1) 节假日效应，比如在春节期间居民取现会带来 1.5-2 万亿的现金流出与回笼，央行在春节期间则会通过增加逆回购等方式来平滑这一影响。

2) 财政收支的节奏。

一是财政收支具有明显的季节性。季末月特别是 12 月是财政支出大月；季初月是财政收入大月。在支出大月财政存款从央行流向银行，对银行体系流动性形成补充，反之则会回笼流动性。且财政收支活动往往会集中在几天之内，比如纳税主要集中在月中，财政支出集中在月末，这使得其对银行体系流动性造成的影响会更为明显。

二是政府债的发行节奏。政府债特别是专项债的发行节奏，主要受政策取向影响，比如 2021 年专项债发行后置，2022 年专项债发行前置。政府债集中发行会从银行间市场回笼大量流动性，后续相关资金如果集中下发也会对银行间市场流动性形成补充。比如 2022 年在政策引导下，专项债资金加速在 8 月底之前下发，在央行公开市场操作并未明显增量的情况下，财政力量是本轮流动性宽松的重要推动力。

3) 法定存款准备金以及客户备付金的临时性变动。

受监管考核、商业银行揽储行为影响，居民、企业存款规模会在季末月走高并在次月回落，这对银行的缴准会造成影响。同时，央行降准也会推动法定存款准备金向超额存款准备金转变。另外，受春节因素影响，客户备付金会在春节期间出现明显的波动。

## 超储率的测算

在超储率的跟踪上，央行仅公布季度数据，月度超储率需要自己计算，有两个计算方法：

1) 超额存款准备金率 = (总存款准备金 - 加权法定存款准备金率 \* 需缴准存款) / 一般存款。其中，总存款准备金可从央行资产负债表获得，一般存款等可从信贷收支表获得，加权法定存款准备金率则需要结合央行公布的数据并根据降准事件进行调整。

2) 根据上文的公式，对影响超额存款准备金的六个因素分别根据历史经验和新情况进行预判（比如在历史均值的基础上进行微调），从而对本月乃至次月的超储率有一个认知。

这两种方法各有优劣，第一种更为精准，不过需要等到次月才能获得数据，第二种在时间上占优，可以用于预判超储率。

但近年来，超储率对狭义流动性的指示意义有所降低。比如在 2019 年三季度货币政策执行报告中，央行提及判断货币政策取向，短期要看超额准备金率的变化。但 2021 年三季度执行报告，央行就提出不宜单纯根据超储率来判断流动性松紧程度，观察市场利率才是判断流动性松紧的科学方法。

变化的背后，一是央行货币政策框架加快从数量型框架转向价格型框架。在数量型框架下，央行锚定货币供应量等指标，并允许资金价格波动，所以超储率、M2 增速等数量指标对市场的指示意义比较重要。在价格型框架下，央行锚定资金价格，通过调整资金供应量引导资金利率位于政策利率中枢附近，所以超储率的意义减弱。

二是超储率仅体现资金供给，难以体现资金需求端的变化。外汇占款时代过去后，央行货币政策操作框架从结构性流动性充裕转向结构性流动性短缺。该框架下，央行为了让自己处于有利地位，总是有意控制流动性供给，在资金需求整体偏刚性的时候，营造出资金供给恰好能满足需求或略有欠缺的局面，以此更好的向市场传递政策信号。

但是，在部分时间点受政策调整或者其他因素影响，资金需求会出现明显变化，且不体现在超储率上。比如自 2022 年 4 月以来，受疫情反复、国内经济下行压力加重等因素影响，实体融资需求不足，对超储的消耗减弱。同时，为推动国内宽信用行情，央行对财政力量驱动的流动性宽松格局持容忍态度，这使得目前超储率不高，但市场流动性整体供过于求，资金利率持续位于政策利率之下。

再比如 2020 年永煤事件之后，央行为降低该事件对市场的冲击，主动加大资金供给，机构投资者顺势加杠杆。在风险事件影响减弱叠加杠杆率走高之后，央行自当年 12 月末开始减少资金投放，但前期过高的杠杆使得金融机构的资金需求极其旺盛，供不应求下，资金利率开始快速上行。

从这个角度看，相比于跟踪超储率，现阶段跟踪资金利率（供需作用后的结果）显得更为有效。央行强调要引导市场利率围绕 OMO 利率波动。基于此，通过观察资金利率与政策利率的背离情况也可以判断央行的政策取向。

## 货币政策取向是关键

对狭义流动性走势的判断核心是把握央行货币政策的取向。

在目前的货币政策框架下，政策目标是保持货币币值稳定，并以此促进经济增长。其中，币值稳定对内体现为物价稳定，对外体现为人民币汇率稳定。

首要目标是经济增长。在 2008 年之前，国内经济位于上行大周期，彼时旺盛的需求经常推动国内物价全面大幅上行，在经济上行动能不缺时，货币政策的首要目标是控通胀。但 2008 年特别是 2012 年之后，中国经济内生增长动能趋缓，政策的首要目标转向稳增长。

在经济下行压力较大时，央行会通过降息、降准、出台专项再贷款等政策工具来放松银行面临的流动性、利率和资本金约束，从而推动实体融资需求回升，带动经济上行。在经济增长的窗口期，央行则会将政策重心转向经济中的结构性问题，引导经济转型升级，比如在 2020 年下半年的经济窗口期，央行就针对房地产市场出台了系列政策。

其次是物价稳定。2012 年之前，国内经常面临由需求拉动的全面通胀，央行需要通过收紧货币政策来抑制需求，控通胀。但 2012 年之后，随着中国经济增速下行，供给端因素、海外输入性因素等推动的结构性通胀取代了由需求拉动的全面通胀。这类通胀往往并不会对央行货币政策取向形成制约，比如在 2019 年末猪周期推动 CPI 快速上行，但 2019 年 11 月央行降息；2021 年下半年供给端因素推动 PPI 向上突破 10%，但央行在 7 月和 12 月连续两次降准。

最后是人民币汇率稳定。在“以我为主”的定调下，海外特别是美国货币政策的取向虽然会对国内货币政策形成制约（要做到国际收支平衡、人民币汇率稳定），但不会成为政策取向的主要考虑点。比如 2020 年疫情冲击后，中国经济周期领先美国半个身位，货币政策取向也会经常偏离，2022 年在海外货币政策受通胀影响开始收紧时，国内货币政策

则着眼于推动经济复苏，定调宽松。一般在分析海外政策对国内政策影响时，我们可以关注 1) 中美两国基本面情况；2) 人民币汇率走势；3) 中美两国利差变化等指标。

对货币政策的跟踪则可以从以下几点出发：

第一，观察市场利率与政策利率的走势，这也是最及时有效的方式。在看价不看量的定调下，政策利率变动是确定央行政策取向的关键。但政策利率变动频率太低，因此观察市场利率与政策利率的走势也能够有效的跟踪政策取向。比如 2022 年疫情冲击后，市场利率持续位于政策利率之下，即使 8 月之前央行并未降息，但资金利率的持续背离应该得到了央行的默许，这从侧面体现出当时央行的取向偏宽松。8 月央行降息则是这一信号的再确认。

第二，目前央行建立了完善的信号传递机制，季初月的金融统计数据新闻发布会、季中月的《货币政策执行报告》、季末月的货币政策委员会例、年终年末召开的新闻发布会等覆盖了全年每个月。对于定期报告的解读则往往需要和上期报告进行逐字逐句的比较，发现措辞上细微的变化。除此之外央行重要领导的讲话、不定期召开的信贷座谈会等等都会向市场传递信号。

## 从银行出发，跟踪广义流动性

广义流动性即实体流动性，是商业银行信用派生后的结果。理解广义流动性，可以从供需和量价两个方面入手。

### 供需视角下的广义流动性

供需方面，信用的需求是核心。2017 年之前，中国并不缺信用承载主体，在旺盛的出口、城镇化、工业化浪潮等因素的推动下，中国经济整体处于向上的大周期，出口产业链、房地产和基建先后成为当时信用扩张的主体。在这个阶段，信用扩张的梗阻主要在供给端，在政策放松供给约束之后，信用周期能够快速修复。

2017 年之后，监管加大了对地方隐性债务的治理力度，并开始探索建立稳地价、稳房价稳预期的房地产长效机制，叠加中国人口周期迎来拐点、经济增速下行等，信用承载主体缺失成为政策在“宽信用”时最需要解决的问题。

比如 2021 年末以来，虽然政策一直将狭义流动性维持在偏宽松格局，并努力引导宽信用行情，但在疫情多次反复、地产下行压力不减、地方隐性债务底线不破的情况下，信用扩张缺乏有效载体，“宽信用”迟迟难以出现。

信用的供给端主要在银行。银行在信用派生时会面临流动性约束（信贷扩张会消耗超储）、资本金约束（“有多少钱就干多大的事情”）、利率约束（利率下滑，实体融资需求趋于回升）。如果政策想引导金融机构加大对实体的信贷支持力度，也会从这几方面入手，比如通过降准等来放松流动性约束，通过降息等来缓解利率约束，通过鼓励发放永续债、中小银行补充资本金专项债等缓解资本约束。

### 量价视角下的广义流动性

量价方面，信用的量是核心。数量指标包括狭义货币供应量（M1）、广义货币供应量（M2）和社会融资规模。

#### 货币供应量

M1 包括 M0 和单位活期存款，用于衡量企业部门（包括机关团体）的现金流情况。

从影响因素角度看，M1 同比主要受到居民购房、企业定期存款活期化、财政存款下发和企业融资这四类因素影响。基于此，我们可以根据商品房累计销售面积同比、政府债券存量同比、企业债券存量同比和（委托贷款+信托贷款）存量同比这四个指标对 M1 同比进行回归，结果显示模型的 R 方为 0.9，拟合结果可信用度高。在此基础上，我们可以通过跟踪这四类指标的高频数据，比如 30 大中城市商品房成交面积、wind 统计的政府债、企

业债净融资规模等指标对 M1 进行跟踪。第二种方法是基于历史均值法，重点预测当月 M1 环比走势，在历史均值的基础上，基于高频数据对指标进行微调，在环比预测的基础上得到同比数据。

M2 包括居民存款、企（事）业单位存款和非银金融机构存款，体现的是银行的负债端。除了按照不同主体的存款规模变化来解释 M2 同比增速之外，我们还可以对其他存款性公司概览进行简化，从资产=负债的角度对 M2 进行解读。简化后得到：

$$M2 \approx \text{国外净资产} + \text{对政府债权（净）} + \text{对非金融部门债权} + \text{对其他金融部门债权} - \text{债券}$$

其中，*国外净资产*体现跨境资本流动对 M2 的影响，在 2014 年之后随着外汇占款时期过去，国外净资本对 M2 的影响减弱。

*对政府债权（净）*近似于央行和商业银行对政府债权-财政存款，即财政存款减少对应 M2 走高，财政存款增加对应 M2 降低，反之则相关。另外，如果央行或商业银行购买政府债，则对政府债权和财政存款共同走高，抵消后当期对 M2 并不产生影响。

*对非金融部门债权*主要是商业银行对企业和居民发放的贷款以及持有的信用债，体现实体信用派生力量。

*对其他金融部门债权*主要体现的是金融同业业务往来对 M2 的影响，比如银行购买并持有公募基金产品、券商资管产品等会对 M2 形成支撑。

*债券*主要指由居民、企业和非银金融机构持有的金融债，体现为居民等部门存款转变为银行资金，对 M2 形成拖累。

总的来说，M2 变化可以从财政收支、实体信贷派生、金融机构同业业务以及境外资金往来这四个角度进行解读。比如 2022 年在实体融资需求整体偏弱时，M2 同比之所以能够持续走高很大程度上是大规模留抵退税政策下，财政存款下行，对政府债权（净）成为了 M2 同比走高的重要支撑力量。

### 社会融资规模

社融是站在实体部门角度，分析实体部门从金融部门获得的资金支持。

$$\text{社会融资规模} = \text{本外币贷款} + (\text{委托贷款} + \text{信托贷款} + \text{未贴现银行承兑汇票}) + (\text{企业债券} + \text{非金融企业境内股票融资}) + \text{政府债券} + \text{其他}$$

对社融的跟踪也是从相关分项入手，能够较精准跟踪的有：1) *政府债*，可以跟踪 wind 口径的政府债当月净融资规模；2) *企业债*，可以跟踪 wind 口径非金融业信用债当月净融资规模；3) *股票融资*，可以根据 wind 非金融 A 股和转股系统中每月 IPO+增发+配股+优先股募集资金进行跟踪。

对其余分项的跟踪则具有一定的主观性：1) *信贷（社融口径）*具有明显的季节性，基于季节性规律，以及此前信贷投放情况做出大致判断后。可以根据当月票据利率、对银行信贷投放人员的调研、BCI 企业融资环境指数、PMI 指数等数据日频或者领先发布的月频数据对当月信贷进行调整。

2) *委托贷款和信托贷款*两项在 2017 年之前规模快速扩张，对社融形成支撑，此后随着金融监管趋严，表外业务规模大幅衰减，拖累社融增速。对这两项的跟踪，一是观察政策的表述；二是可以根据用益信托网和信托业协会公布的每月信托到期和成立情况进行跟踪。

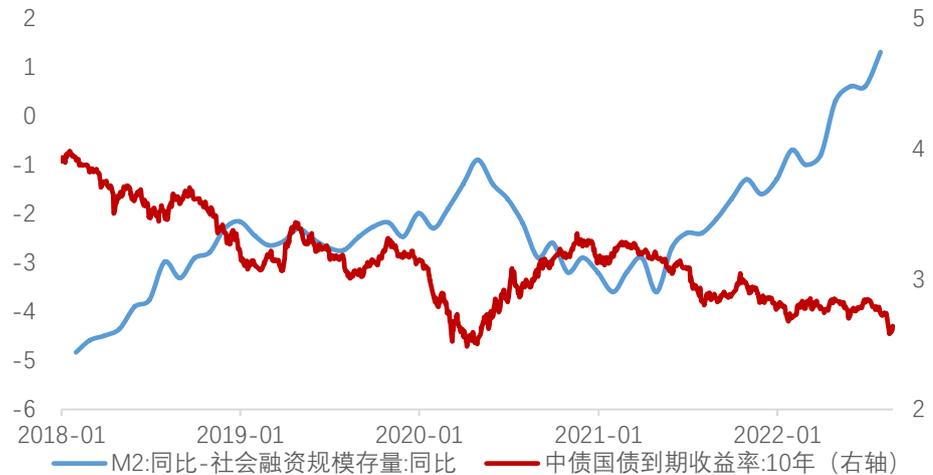
3) *未贴现银行承兑汇票*在上海票据交易中心暂停公布每日票据业务数据之后，我们主要依据票据直贴/转贴利率对其做出大致判断。

### M2 与社会融资规模的异同

社融和 M2 都可以用于衡量广义流动性的量，但是因为统计口径不一致，这两者在走势上经常出现背离。站在金融机构角度而言，M2 是金融机构的负债端，主要受到财政收支、

实体信贷派生、金融机构同业业务的影响。社融是金融机构的资产端，体现实体部门从金融机构获得的资金支持，主要受到实体融资需求以及政府债发行节奏的影响。从资产负债角度理解，如果 M2 同比走高速度快与社融同比，则意味着金融机构存在“资产荒”，债券市场配置力量强，收益率随之下行。

图 3：M2-社融同比与 10 年国债收益率关系（单位：%）



资料来源：WIND, 天风证券研究所

具体分项上，拆分来看，外汇占款、银行和非银的同业往来（未流向实体）、财政支出三项只会影响 M2，但是不影响社融；银行购买政府债、表外三项、非银购买企业债或者参与股票融资、外币贷款则只影响社融，但不影响 M2；非银购买政府债正向影响社融，负向影响 M2。即 M2 同比与社融同比的差异大致等于（外汇占款+同业务+财政支出）增速与（表外业务+政府债）增速之间的差距。

### 价格视角

衡量信用（广义流动性）的价格，主要包括 LPR 利率、贷款加权平均利率、房贷利率、票据利率等。其中，票据利率因为时效性高是我们跟踪每月信贷投放情况的重要指标。与一般债权类资产不同，因为在贴现后会被纳入“票据融资”口径，所以票据还兼具信贷属性。且票据因为具有流动性高等优点，成为了银行调节表内信贷规模的重要工具。这使得票据利率除了受到资金利率的影响，还受到当月信贷投放情况的影响。比如在信贷考核压力大、实体融资需求不足时，银行会通过增加票据直贴/转贴的方式来用票据冲量，并带动票据直贴/转贴现利率下行。

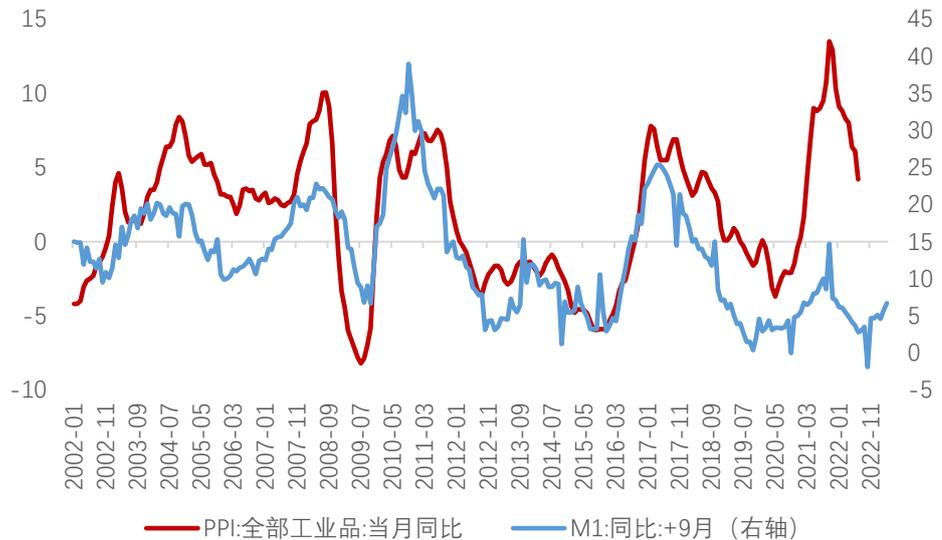
### 流动性研究的价值

那么分析流动性在投资实践中有什么作用呢？

第一，跟踪货币-信用能够帮助我们判断当前的经济状况。

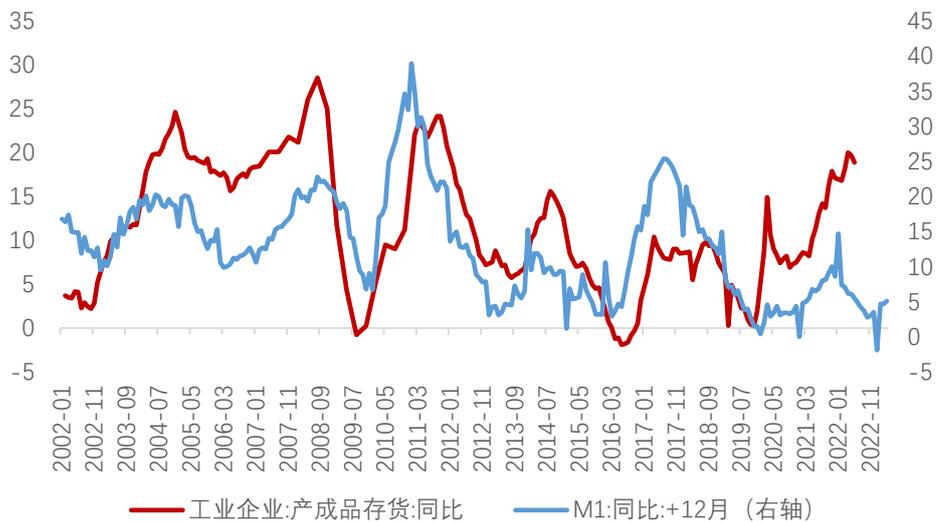
在价格方面，M1 是工业品价格的先行指标。在资金先行的逻辑下，M1 同比领先 PPI 同比 9 个月左右（原材料补库带动价格提高），领先工业企业库存同比 12 个月左右（产成品库存提高）。对 M1 的跟踪能够为我们判断 PPI 走势、库存周期等提供一个基准。

图 4：M1 对 PPI 存在领先性（单位：%）



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 5: M1 对库存增速的领先性 (单位: %)

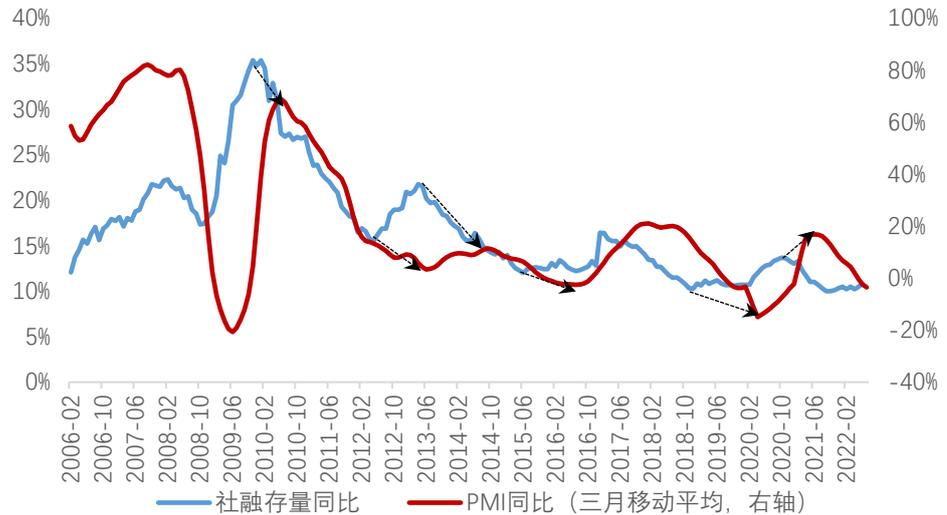


资料来源: WIND, 天风证券研究所

在数量方面，国内信用周期领先经济周期。此前，在城镇化、工业化不断向上的预期下，国内形成了“先借钱，再投资”的发展模式，这种模式的特征是债务驱动（对应于国内实体部门杠杆率不断提高），载体是房地产和基建的杠杆融资。在负债驱动模式下，信用周期领先于经济周期 3-5 个季度。同时，狭义流动性则形成了信用扩张的重要基础，观察狭义流动性则能够帮我们判断信用周期后续的走势。

但近年来，伴随着国内经济的转型升级，债务驱动模式正在加速退出历史舞台，地产、基建等加杠杆主体在经济增长中的作用逐渐减弱，而消费、先进制造业投资在经济中的作用愈发重要，但相比于地产和基建，其加杠杆的幅度会偏弱，叠加直接融资的发展，信用周期对经济周期的领先关系后续可能逐渐消失。

图 6: 信用周期领先经济周期



资料来源：WIND, 天风证券研究所

第二，货币-信用也是大类资产风险敞口的重要收益来源。根据货币和信用状态松紧的错位，可以划分为货币-信用时钟，为大类资产配置提供指导。

从历史经验上看，债券在宽货币时期特别是宽货币-紧信用时期表现最佳，此时狭义流动性充裕，但实体融资需求不足，经济下行压力仍存，银行等投资者更偏好债券等低风险资产；

股票和商品在宽信用的格局下表现更好。在宽货币-宽信用阶段，狭义流动充裕，实体融资需求好转，投资者预期乐观，此时股票开始得到投资者青睐，但因为狭义资金面相对充裕，债券表现尚可。随着经济进一步好转，狭义流动收紧，债券市场开始转熊，股票则在乐观预期下进一步走高。商品在宽信用时期表现更优，但是很少能够超过股票；现金在四个阶段表现均较为一般。

货币信用周期也可以下沉到行业配置。金融板块和成长板块在宽货币阶段的表现更好，周期板块和消费板块在宽信用阶段的表现最优，紧货币对成长板块不利，紧信用对周期板块不利。消费板块一般在宽货币-宽信用阶段的表现相对最弱，在紧货币-紧信用阶段经常表现出更强的韧性。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com