

# 货币政策与流动性观察

## 金融数据“拐点”隐现

### 核心观点

#### 金融数据“拐点”隐现

11月我国新增社融1.99万亿，新增人民币贷款1.21万亿，均弱于市场预期。M2同比增长12.4%，明显高于预期。

11月新增社融环比明显回升，但同比表现弱于预期和季节性，增速下降0.3pct至10.0%。从四大项的贡献度看，社融同比增量的支撑主要来自于非标，拖累主要来自企业直融、政府债券融资和信贷。

11月信贷环比回升，但同比基本持平。企业与居民中长贷分别是信贷的最大支撑和最大拖累。一方面，企业信贷表现强劲。11月企业贷款同比多增3158亿，其中中长贷同比多增3950亿，受到政策显著拉动。另一方面，居民信贷环比回暖，但短贷与中长贷同比明显下降。11月新增居民贷款同比多减4710亿，已连续13个月负增长，其中中长贷同比大幅少增3718亿。

非标融资仍然为负，但幅度明显收窄。非标融资减少263亿，在低基数下同比少减2275亿。信托+委托贷款总体延续了前四个月的趋势，本月同比继续增加1702亿，指向基建和房地产融资得到多渠道政策支持。

企业直融较为疲弱，是本月社融的最大拖累。当月企业直接融资1384亿，同比大幅下降3916亿，其中企业债券同比少增3410亿，主要受11月债券市场波动影响，信用债发行取消或推迟。

政府融资持续受到基数影响。新增政府债环比增加3729亿至6520亿元，但在今年和去年财政节奏错位的效应下同比大幅少增1638亿。

货币方面，最主要的特征是M2-M1裂口快速扩大，这与理财市场赎回潮有直接关系。理财赎回潮下的M2大增，指向银行自营部门可能通过扩表接盘理财信用债。M1增速“坍塌”1.2pct，主要是两个渠道不畅：除地产和消费疲弱外，信用债发行骤减，也明显制约居民存款向企业（活期）存款转化。

我们认为，金融数据“拐点”将至。本月M2-M1和社融-M2剪刀差两大指标的大幅走弱更多受短期因素影响，明年初有望逐步改善。总体来看，尽管疫情防控优化后感染反弹对经济活动造成阶段性抑制，但明年“强预期”向“强现实”的趋势性转化不会改变，结构性货币政策工具将发挥更重要的稳增长、宽信用和调结构作用。

#### 流动性观察

海外方面，美欧央行放缓加息节奏，均宣布加息50bp。

国内利率方面，上周（12月12-18日）短端利率全面上行，1年期存单发行利率有所上升，其中国有行、股份行、城商行的上升幅度分别为16bp、11bp和7bp。

国内流动性方面，上周（12月12-18日）央行加量续作，净投放390亿元。

债券发行方面，上周（12月12-16日）政府债净融资8821.1亿元；同业存单净融资-1583.3亿元；企业债券净融资-835.8亿元。

**风险提示：**政策调整滞后，疫情再度扩散，经济增速下滑。

### 经济研究·宏观周报

证券分析师：董德志

021-60933158

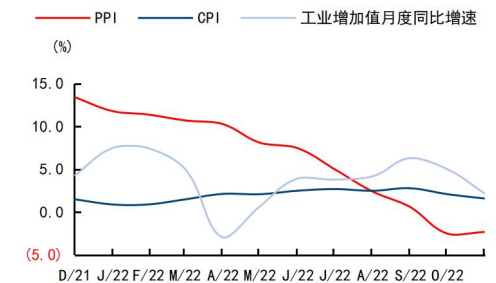
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

#### 基础数据

|            |       |
|------------|-------|
| 固定资产投资累计同比 | 5.30  |
| 社零总额当月同比   | -5.90 |
| 出口当月同比     | -8.90 |
| M2         | 12.40 |

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《货币政策与流动性观察-人民币升值空间有多大?》——2022-12-12
- 《宏观经济宏观周报-国内消费景气持续偏弱，投资景气开始回升》——2022-12-12
- 《货币政策与流动性观察-PSL会“分流”MLF投放吗?》——2022-12-05
- 《货币政策与流动性观察-降准了，然后呢?》——2022-12-01
- 《宏观经济宏观周报-疫情扩散速度较快，投资领域景气转弱》——2022-11-28

## 内容目录

|                             |          |
|-----------------------------|----------|
| <b>周观点：金融数据“拐点”隐现</b> ..... | <b>5</b> |
| 社融：企业债券融资拖累 .....           | 5        |
| 货币：社融-M2 增速剪刀差扩大至极值 .....   | 8        |
| 小结：“宽信用”方向不改 .....          | 8        |
| <b>流动性观察</b> .....          | <b>9</b> |
| 外部环境：美欧央行放缓加息节奏 .....       | 9        |
| 国内利率：中短端利率全面上行 .....        | 10       |
| 国内流动性：央行释放短端流动性 .....       | 12       |
| 债券融资：上周政府融资大幅扩张 .....       | 14       |
| 汇率：美元企稳 .....               | 15       |

## 图表目录

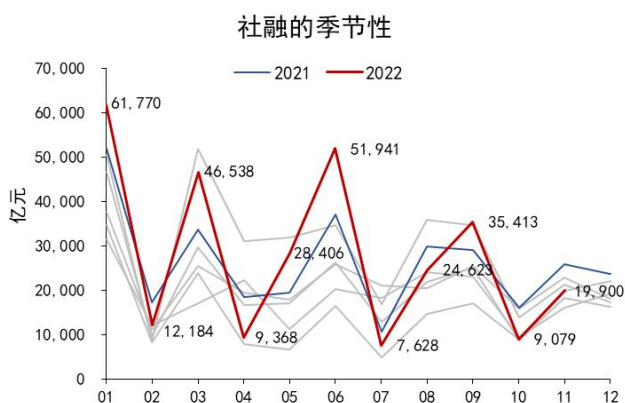
|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 1: 11 月新增社融弱于季节性 .....          | 5  |
| 图 2: 11 月新增信贷弱于季节性 .....          | 5  |
| 图 3: 11 月社融同比受企业直接融资拖累最大 .....    | 5  |
| 图 4: 11 月信贷同比主要受居民中长贷拖累 .....     | 6  |
| 图 5: 11 月新增贷款主要投向企业部门 .....       | 6  |
| 图 6: 11 月企业中长贷占比较高 .....          | 6  |
| 图 7: 11 月新增居民中长贷占比上升 .....        | 7  |
| 图 8: 11 月楼市销售在低基数下继续走弱 .....      | 7  |
| 图 9: 我国实体经济仍以间接融资为主 .....         | 7  |
| 图 10: 四季度以来水泥发运率走势强于季节性 .....     | 7  |
| 图 11: M2-M1 剪刀差持续扩张 .....         | 8  |
| 图 12: 社融-M2 剪刀差达到历史极值 .....       | 8  |
| 图 13: 美联储关键短端利率 .....             | 9  |
| 图 14: 欧央行关键短端利率 .....             | 9  |
| 图 15: 日央行关键短端利率 .....             | 9  |
| 图 16: 主要央行资产负债表相对变化 .....         | 9  |
| 图 17: 央行关键利率 .....                | 10 |
| 图 18: LPR 利率 .....                | 10 |
| 图 19: 短端市场利率与政策锚 .....            | 11 |
| 图 20: 中期利率与政策锚 .....              | 11 |
| 图 21: 短端流动性分层观察 .....             | 11 |
| 图 22: 中长端流动性分层观察 .....            | 11 |
| 图 23: SHIBOR 报价利率 .....           | 11 |
| 图 24: 中美利差 .....                  | 11 |
| 图 25: “三档两优” 准备金体系 .....          | 12 |
| 图 26: 央行逆回购规模（本周投放截至周一） .....     | 12 |
| 图 27: 7 天逆回购到期与投放 .....           | 12 |
| 图 28: 14 天逆回购到期与投放 .....          | 12 |
| 图 29: MLF 投放跟踪 .....              | 13 |
| 图 30: MLF 投放季节性 .....             | 13 |
| 图 31: 银行间回购成交量 .....              | 13 |
| 图 32: 上交所回购成交量 .....              | 13 |
| 图 33: 银行间回购余额 .....               | 13 |
| 图 34: 交易所回购余额 .....               | 13 |
| 图 35: 债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期） ..... | 14 |
| 图 36: 政府债券与同业存单净融资 .....          | 14 |
| 图 37: 企业债券净融资与结构 .....            | 14 |

|                      |    |
|----------------------|----|
| 图 38: 主要货币指数走势 ..... | 15 |
| 图 39: 人民币汇率 .....    | 15 |

## 周观点：金融数据“拐点”隐现

11月我国新增社融1.99万亿（预期2.17万亿），新增人民币贷款1.21万亿（预期1.32万亿），均弱于市场预期。M2同比增长12.4%（预期11.7%），明显高于预期。

图1：11月新增社融弱于季节性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：11月新增信贷弱于季节性

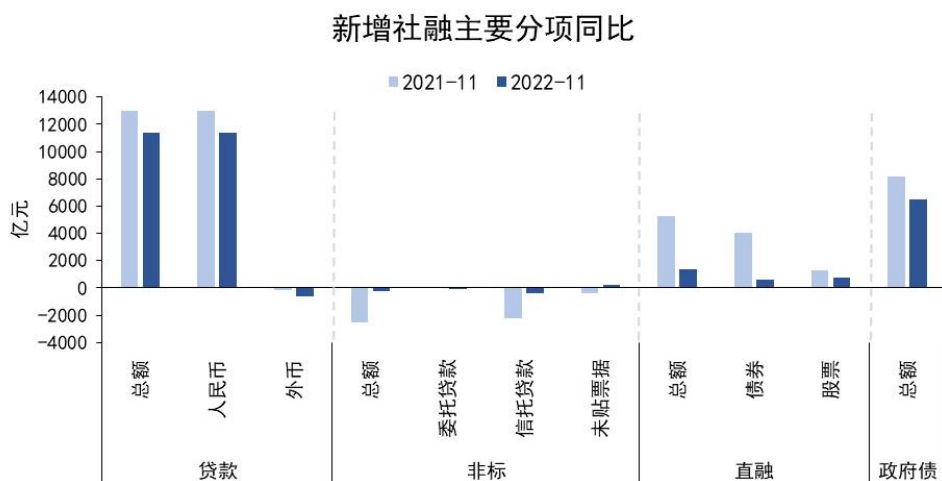


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 社融：企业债券融资拖累

11月新增社融环比明显回升，但同比表现弱于预期和季节性，增速下降0.3pct至10.0%。新增社融同比少增6083亿，环比多增1.08万亿。从四大项的贡献度看，社融同比增量的支撑主要来自于非标（贡献37.4%），拖累主要来自企业直融（贡献-64.4%）、政府债券融资（贡献-26.9%）和信贷（贡献-26.7%）。

图3：11月社融同比受企业直接融资拖累最大

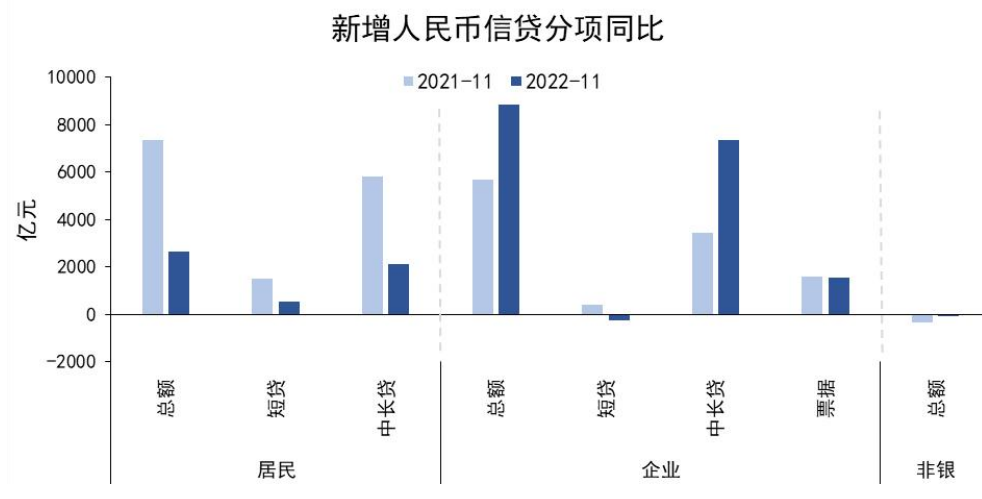


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 人民币贷款

11月信贷环比回升，但同比基本持平。以信贷（非社融）口径计，新增人民币贷款同比少增600亿。企业部门与居民部门分化明显，企业中长贷与居民中长贷分别是信贷的最大支撑和最大拖累。

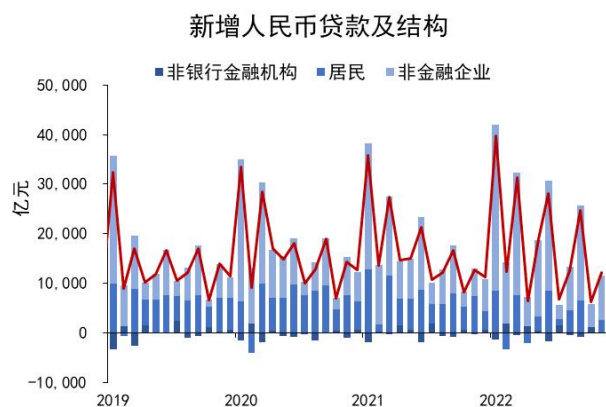
图4：11月信贷同比主要受居民中长贷拖累



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

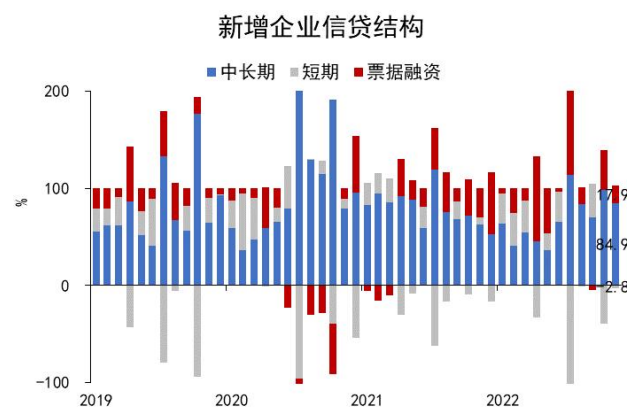
一方面，政策助力下，企业信贷表现强劲，且结构较好。11月非金融企业贷款新增8837亿，同比多增3158亿，环比多增4211亿。其中中长贷新增7367亿，占84.9%，同比多增3950亿。本月企业中长贷的表现与政策支持不无关系，包括地产信贷支持与PSL工具用量创单月新高等。短期信用方面，企业短贷持续负增长，当月减少241亿，同比多减651亿，或受上半年短贷到期拖累；票据融资增加1549亿，同比小幅少增56亿。

图5：11月新增贷款主要投向企业部门



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：11月企业中长贷占比较高



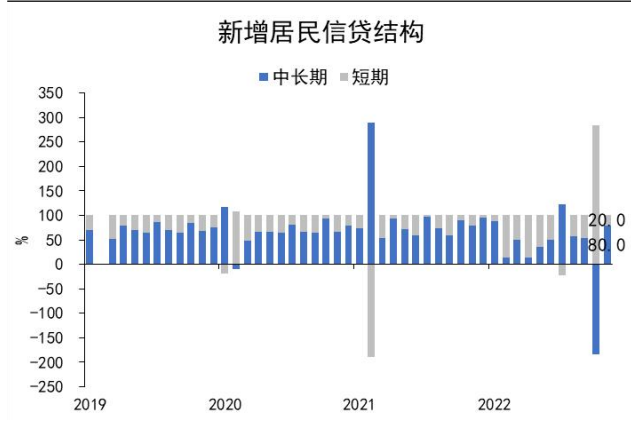
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

另一方面，居民信贷环比回暖，但短贷与中长贷同比均明显下降。11月新增居民贷款由上月的-180亿转正为2627亿，同比多减4710亿，已连续13个月同比负增长。结构上，居民短贷增加525亿，同比少增992亿，与消费信心疲弱、疫情放松后反弹有关。中长贷增加2103亿，同比大幅少增3718亿，仍然与地产销售



疲弱有关。

图7: 11月新增居民中长贷占比上升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 11月楼市销售在低基数下继续走弱

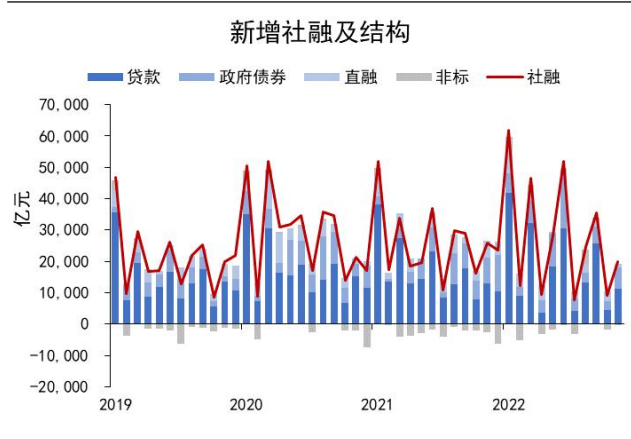


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 非标、直接融资与政府债券

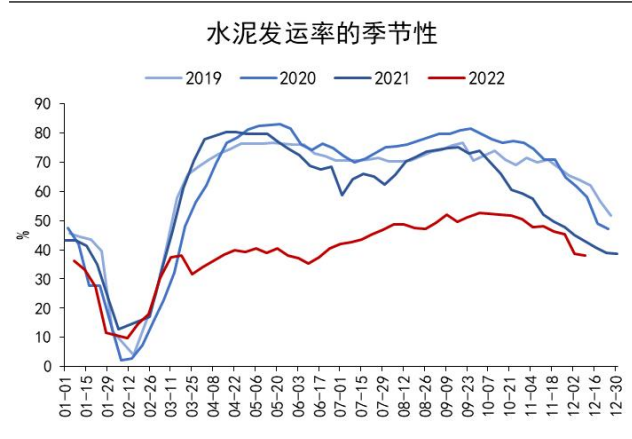
新增非标融资仍然为负，但幅度明显收窄。非标当月融资减少263亿，在低基数下同比少减2275亿，环比少减1485亿。其中，未贴现银行承兑汇票小幅新增190亿，同比多增573亿；信托贷款-365亿，同比大幅少减1825亿；委托贷款减少88亿，同比多减123亿。信托+委托贷款总体延续了前四个月的趋势，本月同比继续增加1702亿，指向非标压降力度持续缓和，基建和房地产融资得到多渠道政策支持。

图9: 我国实体经济仍以间接融资为主



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 四季度以来水泥发运率走势强于季节性



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

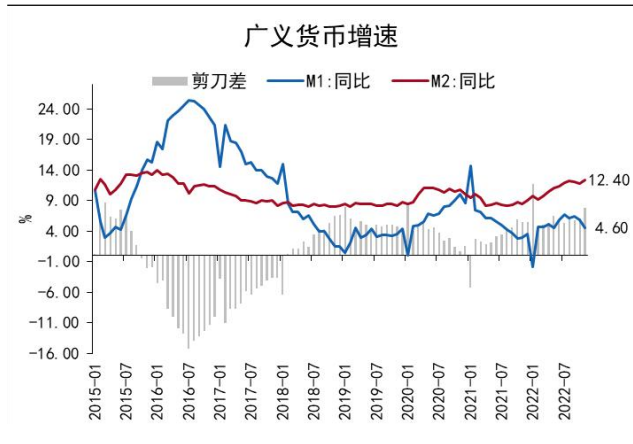
企业直融较为疲弱，是本月社融的最大拖累。当月企业直接融资1384亿，环比同比均大幅下降（-1729亿，-3916亿）。其中企业债券新增融资596亿，同比少增3410亿，贡献了直融同比增量的87.1%，主要是受11月债券市场波动影响，**信用债发行取消或推迟**；企业股权融资新增788亿，与上月持平，同比少增506亿。

政府融资持续受到基数影响。11月新增政府债环比增加3729亿至6520亿元，但在今年“财政前置”与去年“财政后置”带来的错位效应下同比大幅少增1638亿。

## 货币：社融-M2 增速剪刀差扩大至极值

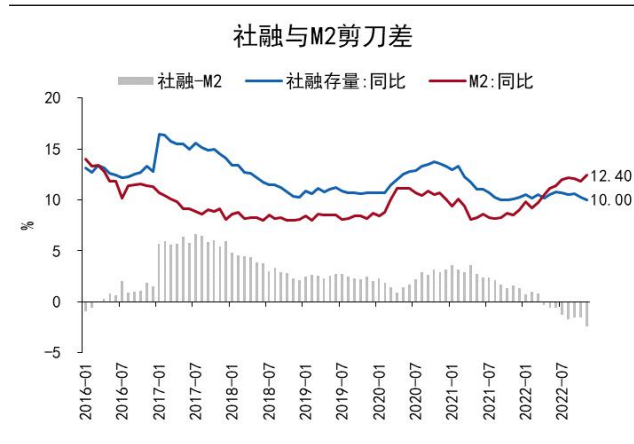
11月M2同比增速较上月跳增0.6pct至12.4%，与理财市场赎回潮有直接关系。M2增速拖累项是财政和企业存款：财政存款减少3681亿，投放环比加大，但同比少减3600亿。企业存款在信贷大增的情况下仅新增1976亿，同比少增7475亿，受直接融资不利影响。与此同时，居民和非银存款大增：居民存款同比多增15192亿，非银存款同比多增6937亿。**理财赎回潮下的M2大增，指向银行自营部门可能通过扩表接盘理财信用债。**M1同比增速大幅下降1.2pct至4.6%，除地产和消费疲弱下，居民-企业存款转化不力、企业存款定期化等原因外，也有企业直接融资不畅等因素。M2-M1增速剪刀差相应增加1.8pct至7.8%的历史较高位置，社融-M2增速剪刀差反向扩张0.9pct至-2.4%的历史极值。

图11: M2-M1 剪刀差持续扩张



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 社融-M2 剪刀差达到历史极值



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 小结：“宽信用”方向不改

11月金融数据环比改善，但总体仍弱于季节性和预期。居民和企业中长贷分化加剧，理财市场波动导致信用债融资受阻是本月重要的结构性特征。如此前提示，“宽信用”仍处于政策培育阶段。

我们认为，金融数据“拐点”将至。本月M2-M1和社融-M2剪刀差两大指标的大幅走弱更多受短期因素影响，明年初有望逐步改善。总体来看，尽管疫情防控优化后感染反弹对经济活动造成阶段性抑制，但明年“强预期”向“强现实”的趋势性转化不会改变，结构性货币政策工具将发挥更重要的稳增长、宽信用和调结构作用。



## 流动性观察

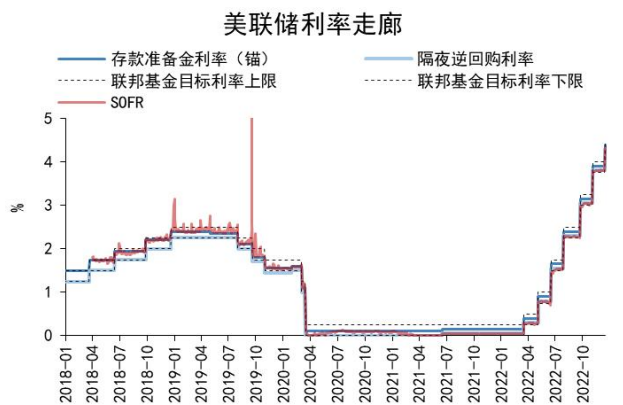
### 外部环境：美欧央行放缓加息节奏

#### 美联储

12月FOMC加息75bp后，其两大管理利率——存款准备金利率（IORB）与隔夜逆回购利率（ON RRP）分别位于4.40%和4.30%。上周四（12月15日）SOFR利率较前一周（12月8日）上升52bp至4.32%。

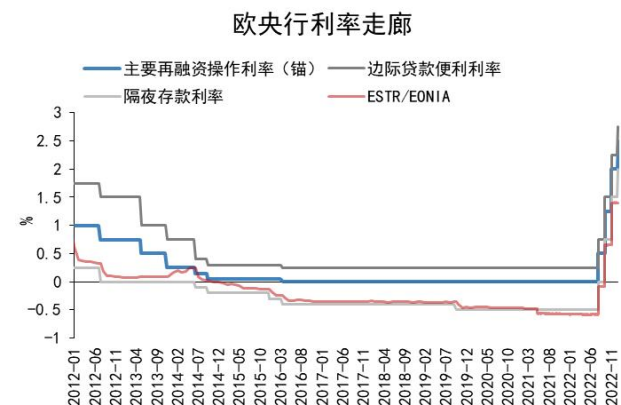
截至12月12日，美联储资产负债表规模为8.58万亿美元，较前一周（12月5日）小幅增加6.8亿美元，约为今年4月本次缩表初期资产负债表历史最高值（8.965万亿）的95.7%。

图13: 美联储关键短端利率



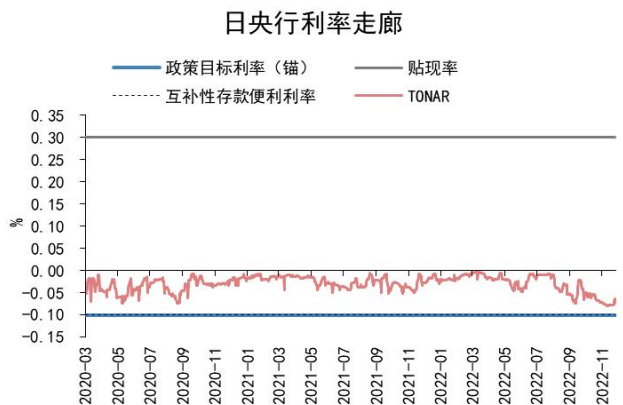
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14: 欧央行关键短端利率



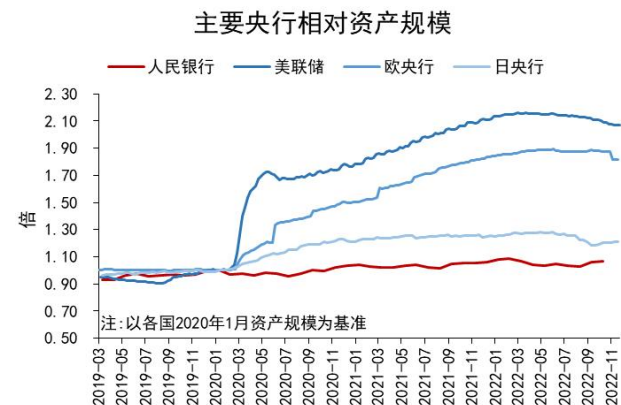
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图15: 日央行关键短端利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图16: 主要央行资产负债表相对变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 欧央行

欧央行加息 50bp 在 12 月 21 日生效后，三大关键利率：主要再融资操作（MRO）、边际贷款便利（MLF）和隔夜存款便利（DF）利率将分别位于 2.50%、2.75% 和 2.00%。欧元短期利率（ESTR）上周四（12 月 15 日）较前一周（12 月 8 日）保持不变，位于 1.40%。

## 日央行

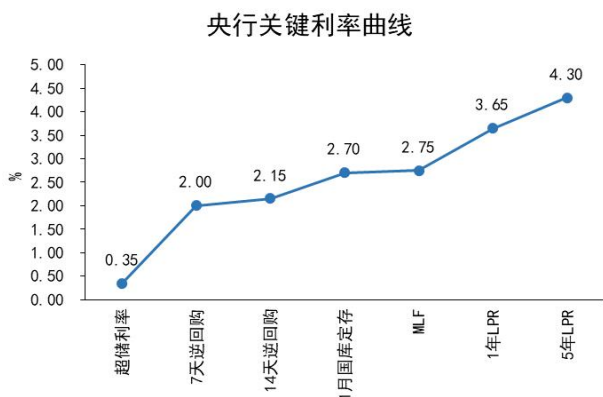
日本央行政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率分别保持-0.1%、0.3% 和 -0.1% 不变。此外，日本央行仍将继续“不限量”购买国债，将 10 年期日本国债收益率维持在 0% 附近。东京隔夜平均利率（TONAR）上周五（12 月 16 日）较前一周（12 月 9 日）回升 1bp，位于 -0.07%。

## 国内利率：中短端利率全面上行

### 央行关键利率

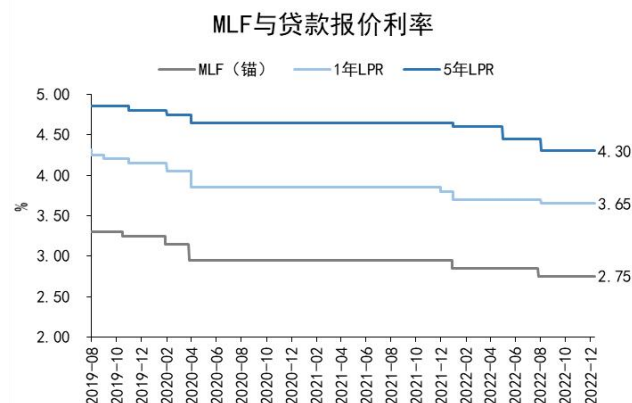
12 月 15 日，中期借贷便利利率（MLF）公布，1 年期利率无变化，维持在 2.75%。央行其它关键利率无变化。

图17: 央行关键利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18: LPR 利率



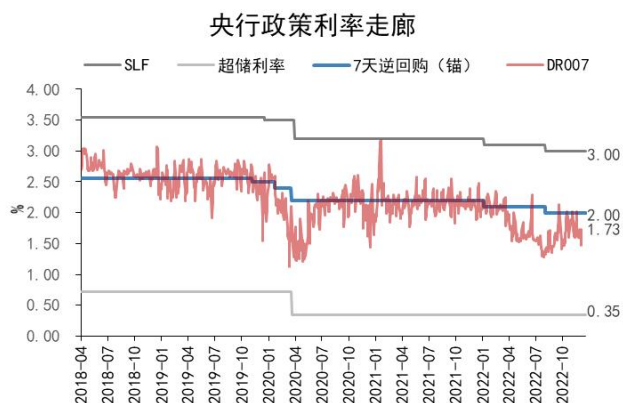
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 市场利率

短端利率方面，隔夜利率与七天利率上行。上周五（12 月 16 日）R001、DR001 与 GC001 较前一周（12 月 9 日）分别上升 16bp、15bp 和 16bp；而 R007、DR007、GC007 分别上升 26bp、0bp 和 26bp。

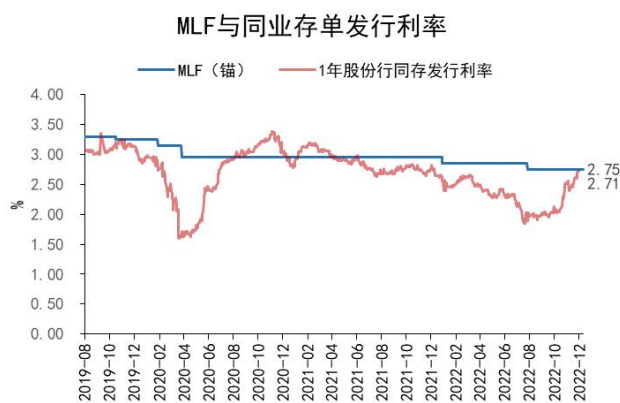
存单利率方面，上周持续上行。上周五（12 月 16 日）国有行、股份行、城商行 1 年期存单发行利率较前一周（12 月 9 日）分别上升 16bp、11bp 和 7bp 至 2.67%、2.71% 和 2.93%。

图19: 短端市场利率与政策锚



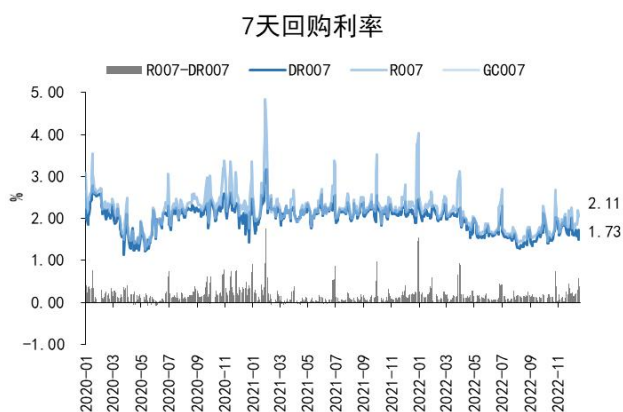
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 中期利率与政策锚



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 短端流动性分层观察



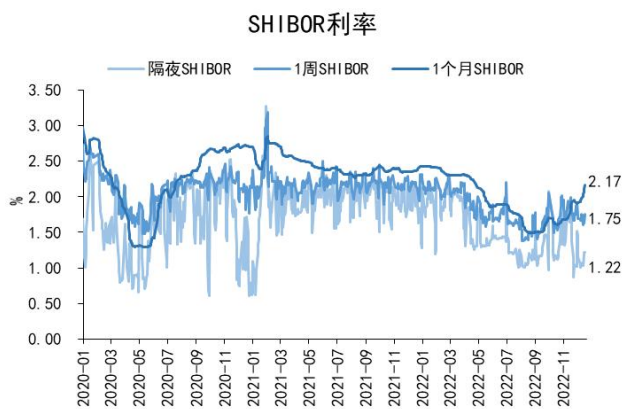
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 中长端流动性分层观察



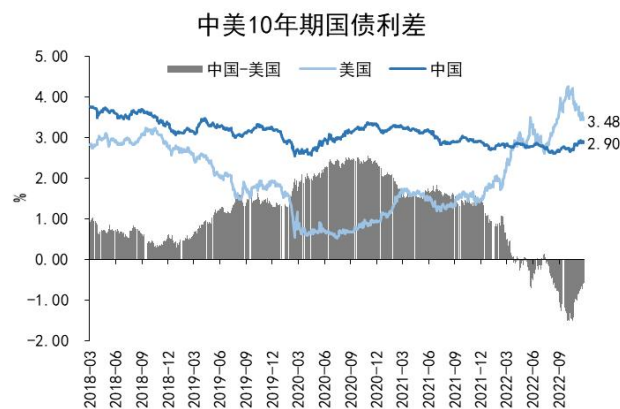
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: SHIBOR 报价利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 中美利差



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

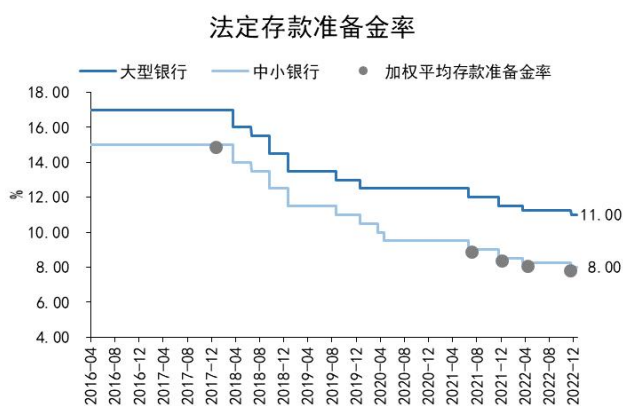
## 国内流动性：央行释放短端流动性

上周（12月12日-12月18日），央行净投放流动性资金390亿元。其中：7天逆回购净投放390亿元（到期100亿元，投放490亿元）；14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元）。

本周（12月19日-12月25日），央行逆回购将到期490亿元，其中7天逆回购到期490亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周一（12月19日）央行7天逆回购净投放70亿元，14天逆回购净投放760亿元。

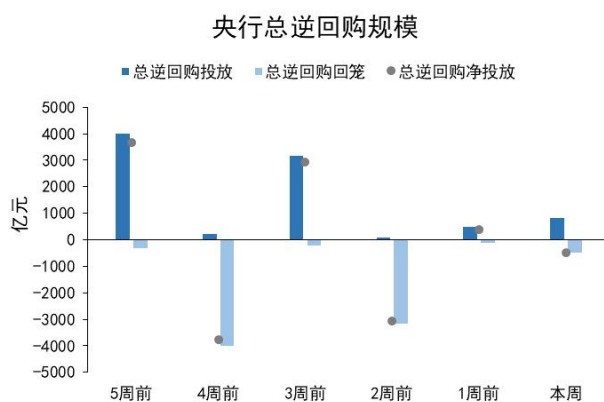
上周（12月12日-12月16日），银行间市场质押回购平均日均成交5.91万亿，较此前一周（12月5日-12月9日，6.46万亿）减少0.55万亿。隔夜回购占比为86.0%，较此前一周（88.3%）下降2.3pct。

图25：“三档两优”准备金体系



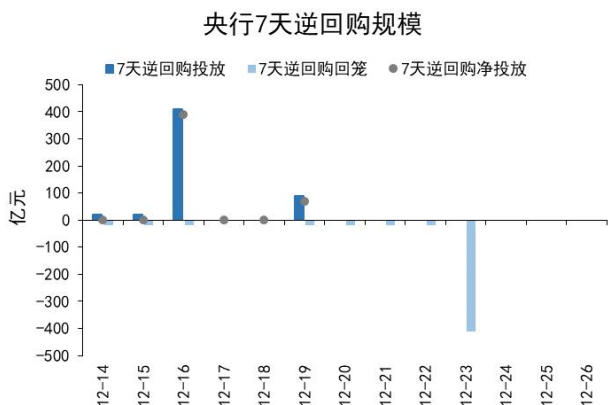
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图26：央行逆回购规模（本周投放截至周一）



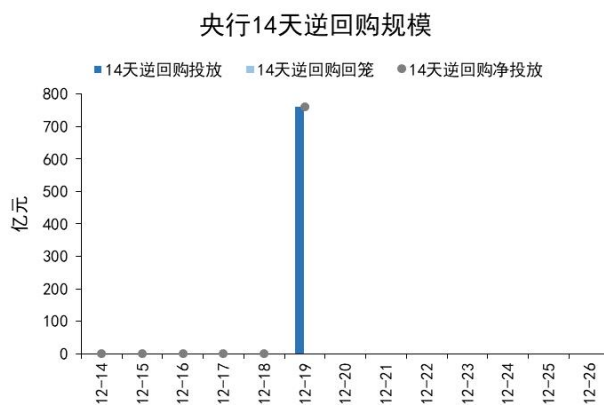
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图27：7天逆回购到期与投放



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图28：14天逆回购到期与投放



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

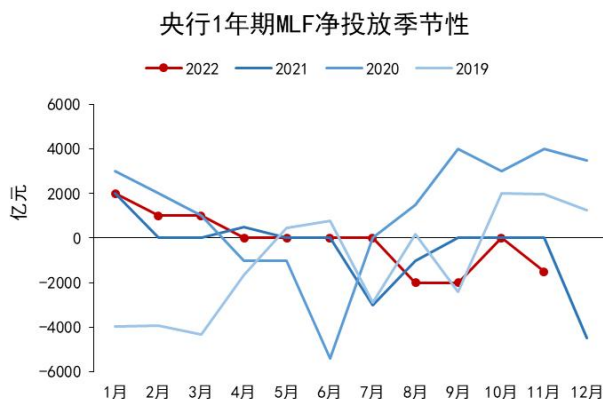


图29: MLF 投放跟踪



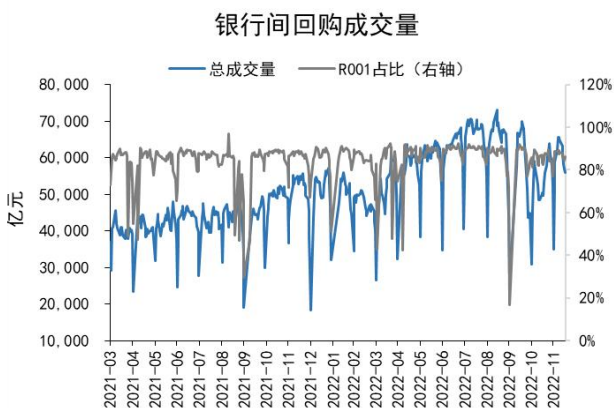
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图30: MLF 投放季节性



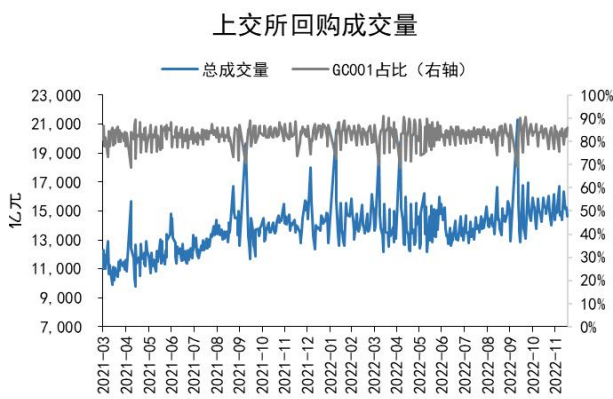
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图31: 银行间回购成交量



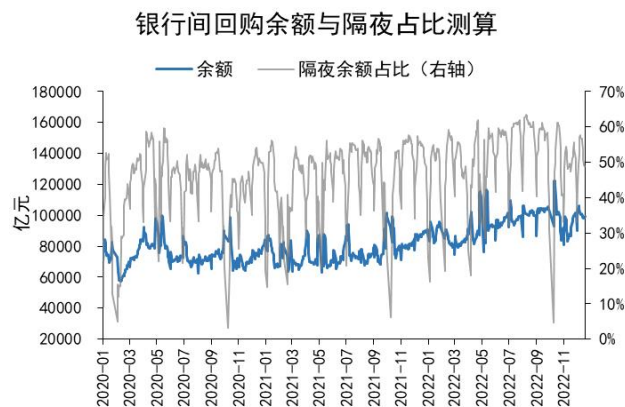
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图32: 上交所回购成交量



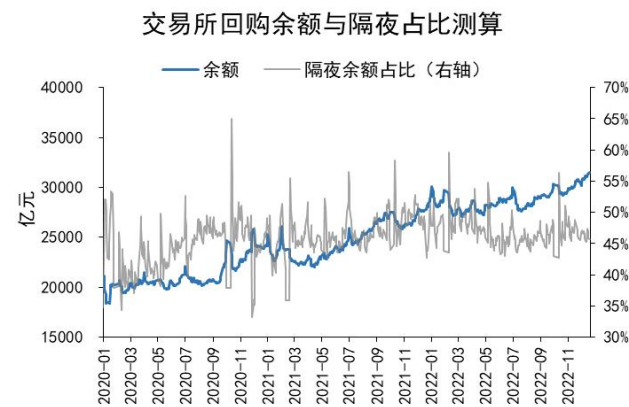
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图33: 银行间回购余额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图34: 交易所回购余额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 债券融资：上周政府融资大幅扩张

政府债上周（12月12日-12月16日）共计发行9974.0亿元，净融资8821.1亿元，较此前一周（12月5日-12月9日）的-9243.4亿元大幅增加，主要是续作7500亿元特别国债。本周计划发行1776.0亿元，净融资额预计为1566.4亿元。

同业存单上周（12月12日-12月16日）共计发行3639.2亿元，净融资-1583.3亿元，较此前一周（12月5日-12月9日）的2322.4亿元显著减少。本周计划发行822.3亿元，净融资额预计为-3599.1亿元。

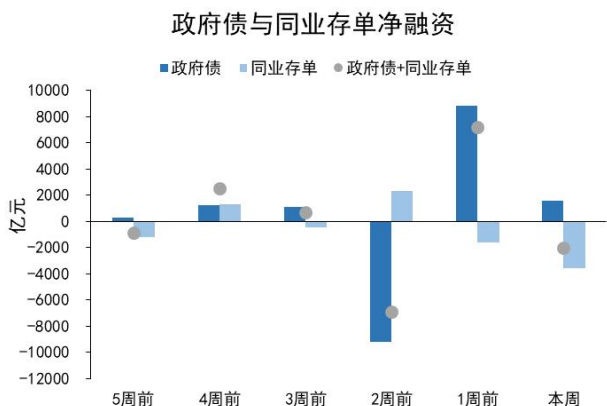
企业债券上周（12月12日-12月16日）共计发行2680.9亿元，净融资-835.8亿元，较此前一周（12月5日-12月9日）的-415.1亿元有所增加。上周城投债融资贡献约39.3%。本周计划发行717.3亿元，净融资额预计为-3292.2亿元。

图35: 债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）

| 单位: 亿元  | 本周    |        |       |        |       |         |     |         |        |         |        |         | 1周前    |         |
|---------|-------|--------|-------|--------|-------|---------|-----|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
|         | 周一    |        | 周二    |        | 周三    |         | 周四  |         | 周五     |         | 合计     |         | 合计     |         |
|         | 发行量   | 净融资    | 发行量   | 净融资    | 发行量   | 净融资     | 发行量 | 净融资     | 发行量    | 净融资     | 发行量    | 净融资     | 发行量    | 净融资     |
| 政府债     | 7.2   | -193.4 | 65.0  | 65.0   | 653.9 | 653.9   | 0.0 | 0.0     | 1050.0 | 1050.0  | 1776.0 | 1566.4  | 9974.0 | 8821.1  |
| 国债      | 0.0   | -200.6 | 0.0   | 0.0    | 600.0 | 600.0   | 0.0 | 0.0     | 1050.0 | 1050.0  | 1650.0 | 1449.4  | 9805.9 | 8906.9  |
| 地方政府一般债 | 7.2   | 7.2    | 0.0   | 0.0    | 0.0   | 0.0     | 0.0 | 0.0     | 0.0    | 0.0     | 7.2    | -1.8    | 0.0    | -15.8   |
| 地方政府专项债 | 0.0   | 0.0    | 65.0  | 65.0   | 53.9  | 53.9    | 0.0 | 0.0     | 0.0    | 0.0     | 118.9  | 118.9   | 168.1  | -70.0   |
| 同业存单    | 822.3 | 706.4  | 0.0   | -675.5 | 0.0   | -1025.9 | 0.0 | -1072.4 | 0.0    | -1196.9 | 822.3  | -3599.1 | 3639.2 | -1583.3 |
| 企业债     | 521.7 | -423.7 | 145.9 | -526.4 | 49.7  | -447.2  | 0.0 | -553.5  | 0.0    | -1007.6 | 717.3  | -3292.2 | 2680.9 | -835.8  |
| 城投债     | 145.5 | -149.8 | 30.0  | -81.9  | 10.0  | -98.3   | 0.0 | -48.5   | 0.0    | -237.2  | 185.5  | -776.4  | 752.6  | -328.3  |
| 产业债     | 381.2 | -268.8 | 115.9 | -452.0 | 64.7  | -323.9  | 0.0 | -504.9  | 0.0    | -792.3  | 561.8  | -2514.9 | 2110.8 | -450.4  |

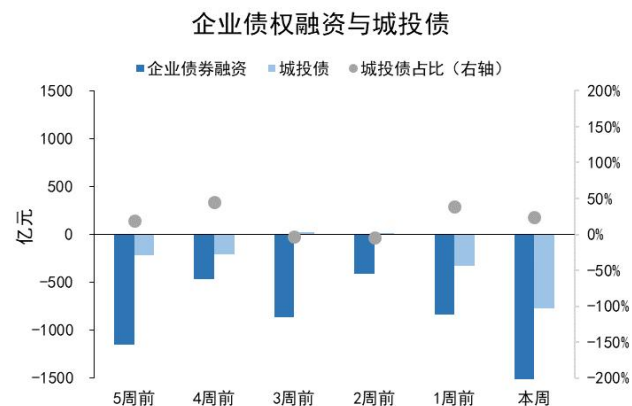
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图36: 政府债券与同业存单净融资



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图37: 企业债券净融资与结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



## 汇率：美元企稳

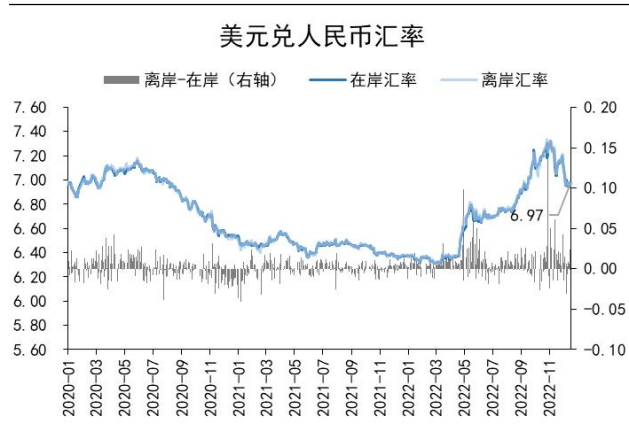
上周五（12月16日）人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周（12月9日）下行0.07至98.94，同期美元指数下行0.08至104.85。12月16日，美元兑人民币在岸汇率较12月9日的6.95上行约236基点至6.97，离岸汇率从6.96上行约171基点至6.97。

图38：主要货币指数走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图39：人民币汇率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 说明                         |
|------------|----|----------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 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 层  
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