

# 货币政策与流动性观察

## 企业信贷支撑社融高增

### 核心观点

#### 企业信贷支撑社融高增

1月我国新增社融5.98万亿，新增人民币贷款4.90万亿，社融和信贷均超预期增长。M2同比增长12.6%，同样显著高于预期。

1月新增社融继续下行，增速下降0.2pct至9.4%。从四大项的贡献度看，社融同比增量的支撑主要来自于信贷，拖累主要来自企业直融、政府债券融资和非标。

1月信贷总量显著提升。企业部门与居民部门分化明显，企业中长贷是信贷同比增量的最大支撑，而居民中长贷持续成为主要拖累。一方面，1月企业贷款同比多增1.32万亿，其中中长贷同比多增1.40万亿，创单月新高。另一方面，1月新增居民贷款同比少增5858亿，已连续15个月同比负增，其中中长贷同比大幅少增5193亿。

新增非标融资转正，但同比增量为负。非标当月融资增加3485亿，但在高基数下同比少增996亿。未贴现承兑汇票是非标少增的主要拖累项，而信托+委托贷款同比多增774亿，表明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。

企业直融是本月社融的最大拖累。当月企业直接融资增加2450亿，同比少增4827亿，其中企业债券同比少增4352亿。

基数效应使政府债券融资再度拖累社融。新增政府债环比增加1331亿至4140亿元，在去年“财政前置”的基数效应下同比仍少增1886亿。

货币方面，M2-M1剪刀差大幅收窄，社融-M2剪刀差再度负扩张。M2同比增速较上月回升0.8pct至12.6%，M1同比增速大幅增加3.0pct至6.7%。

前瞻地看，我们对于今年一季度宽信用较为乐观。一方面，未来信贷的聚焦点将逐渐从“量”向“质”转换，银行将适度调整信贷投放节奏，逐渐聚焦投放质量，远超预期和季节性的信贷增长较难持续。另一方面，随着理财赎回潮告一段落，信用债发行将逐步修复，发行规模显著提升的提前批专项债也将对政府融资提供支撑。

#### 流动性观察

海外方面，鲍威尔表示强劲的经济数据可能使本轮加息的终端利率超预期。

国内利率方面，上周（2月6日-2月12日）短端利率全面上行；1年期存单发行利率分化，其中国有行、股份行、城商行的变化幅度分别为上行8bp、上行4bp和下行2bp。

国内流动性方面，上周央行超额续作，净投放9520亿元。

债券发行方面，上周政府债净融资1770.4亿元；同业存单净融资2275.1亿元；企业债券净融资717.3亿元。

**风险提示：**防疫措施出现反复，中国出现疫后通胀，经济复苏不及预期。

### 经济研究·宏观周报

证券分析师：董德志

021-60933158

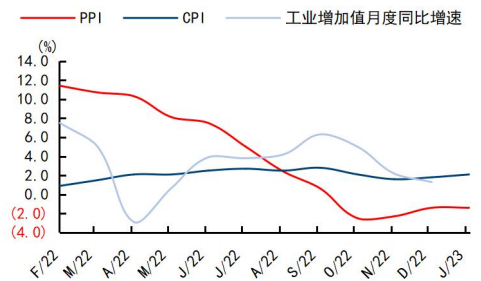
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	5.10
社零总额当月同比	-1.80
出口当月同比	-9.90
M2	12.60

#### 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-节后流动性小幅走宽》——2023-02-07
- 《宏观经济宏观周报-春节假期结束后首周，国内经济复苏力度强劲》——2023-02-07
- 《海外宏观经济周报-美联储认可通胀进入下行趋势，美国就业市场非常强劲》——2023-02-06
- 《宏观经济宏观周报-春节前后国内疫情未明显反弹，经济持续向上修复可期》——2023-01-30
- 《宏观经济宏观周报-春节临近，国内生产活跃度下降》——2023-01-18

## 内容目录

<b>周观点：企业信贷支撑社融高增</b> .....	<b>5</b>
社融：信贷成为唯一支撑 .....	5
货币：社融-M2 增速剪刀差再度负扩张 .....	8
小结：信贷如期“开门红” .....	8
<b>一周回顾：流动性小幅收窄</b> .....	<b>9</b>
<b>流动性观察</b> .....	<b>11</b>
外部环境：美联储将继续加息 .....	11
国内利率：短端利率上行 .....	12
国内流动性：央行呵护市场流动性 .....	14
债券融资：同业存单净融资回落 .....	16
汇率：人民币美元同时边际走强 .....	17

## 图表目录

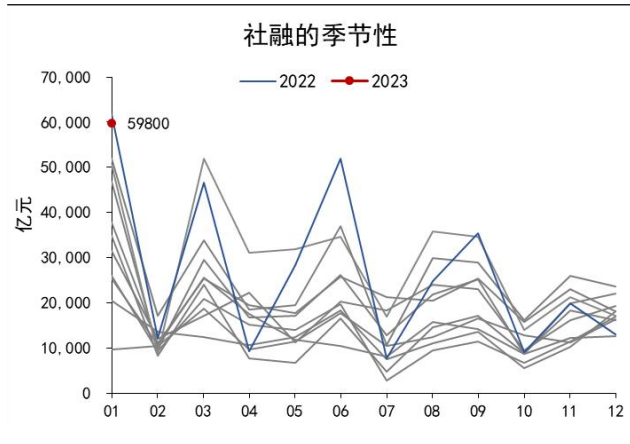
图 1: 1 月新增社融位于历史次高位 .....	5
图 2: 1 月新增信贷位于历史最高值 .....	5
图 3: 1 月社融的主要拖累项是直接融资、政府债券和非标 .....	5
图 4: 1 月企业信贷与居民信贷分化明显 .....	6
图 5: 1 月新增贷款主要投向企业部门 .....	6
图 6: 1 月企业中长贷占比较高 .....	6
图 7: 1 月新增居民中长贷占比小幅下降 .....	7
图 8: 1 月楼市销售再度回落 .....	7
图 9: 我国实体经济仍以间接融资为主 .....	7
图 10: 2023 年以来水泥发运率走势强于季节性 .....	7
图 11: 1 月 M2-M1 剪刀差收敛 .....	8
图 12: 社融-M2 剪刀差达到历史极值 .....	8
图 13: 狭义流动性扩散指数（上升指向宽松，下降指向紧缩） .....	9
图 14: 价格指数 .....	9
图 15: 数量指数 .....	9
图 16: 美联储关键短端利率 .....	11
图 17: 欧央行关键短端利率 .....	11
图 18: 日央行关键短端利率 .....	11
图 19: 主要央行资产负债表相对变化 .....	11
图 20: 央行关键利率 .....	12
图 21: LPR 利率 .....	12
图 22: 短端市场利率与政策锚 .....	13
图 23: 中期利率与政策锚 .....	13
图 24: 短端流动性分层观察 .....	13
图 25: 中长端流动性分层观察 .....	13
图 26: SHIBOR 报价利率 .....	13
图 27: 中美利差 .....	13
图 28: “三档两优” 准备金体系 .....	14
图 29: 央行逆回购规模（本周投放截至周一） .....	14
图 30: 7 天逆回购到期与投放 .....	14
图 31: 14 天逆回购到期与投放 .....	14
图 32: MLF 投放跟踪 .....	15
图 33: MLF 投放季节性 .....	15
图 34: 银行间回购成交量 .....	15
图 35: 上交所回购成交量 .....	15
图 36: 银行间回购余额 .....	15
图 37: 交易所回购余额 .....	15

图 38: 债券发行统计 (本周统计仅含计划发行及到期) .....	16
图 39: 政府债券与同业存单净融资 .....	16
图 40: 企业债券净融资与结构 .....	16
图 41: 主要货币指数走势 .....	17
图 42: 人民币汇率 .....	17

## 周观点：企业信贷支撑社融高增

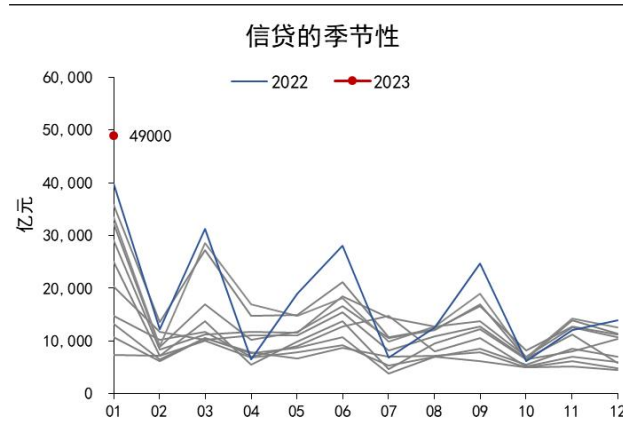
1月我国新增社融5.98万亿（预期5.68万亿），新增人民币贷款4.90万亿（预期4.08万亿）。社融和信贷均超预期，新增社融位于历史次高位，而新增信贷大幅突破历史最高值。M2同比增长12.6%，同样显著高于预期（11.5%）。

图1：1月新增社融位于历史次高位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：1月新增信贷位于历史最高值

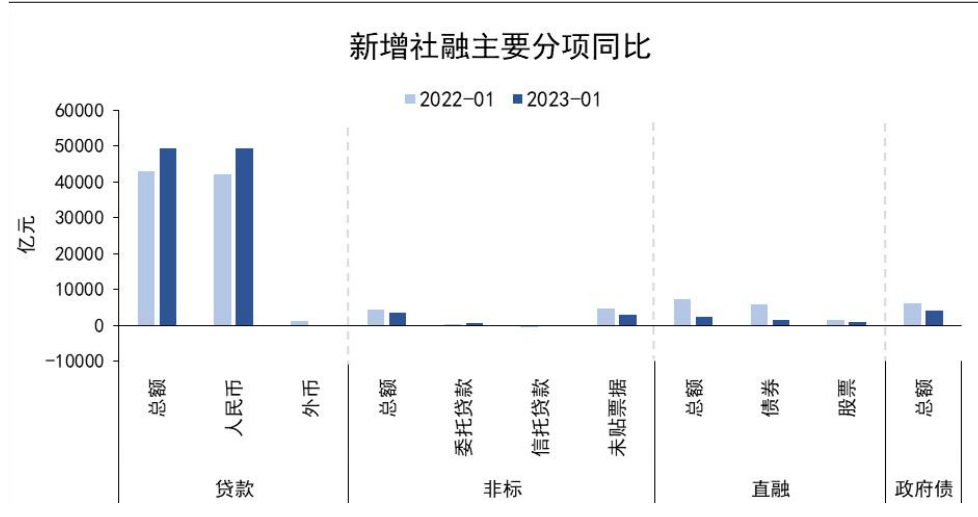


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 社融：信贷成为唯一支撑

1月新增社融继续下行，增速下降0.2pct至9.4%。新增社融同比少增1959亿，环比多增4.67万亿。从四大项的贡献度看，社融同比增量的支撑主要来自于信贷（贡献313.9%），拖累主要来自企业直融（贡献-246.4%）、政府债券融资（-96.3%）和非标（-50.8%）<sup>1</sup>。

图3：1月社融的主要拖累项是直接融资、政府债券和非标



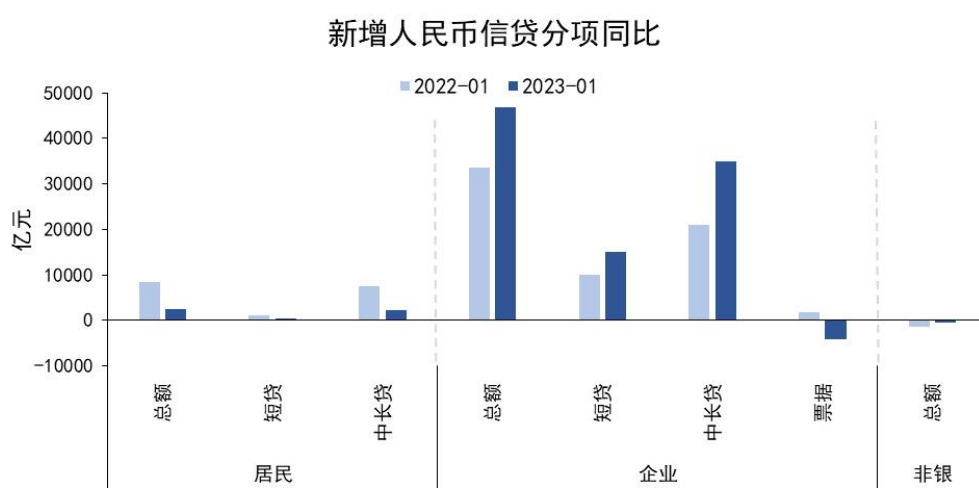
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 人民币贷款

<sup>1</sup> ABS和贷款核销两项尚未公布，预计合计贡献20.4%。

1月信贷总量结构均有改善。以信贷（非社融）口径计，新增人民币贷款同比多增9200亿。企业部门与居民部门分化明显，企业中长贷是信贷同比增量的最大支撑，而居民中长贷持续成为主要拖累。

图4：1月企业信贷与居民信贷分化明显



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

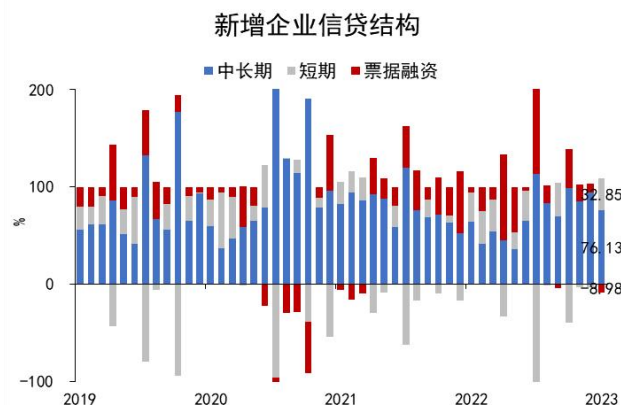
一方面，政策助力下，企业信贷总量强劲、结构向好。1月非金融企业贷款新增4.68万亿，同比多增1.32万亿。其中中长贷新增3.50万亿，占76.1%，同比多增1.40万亿，再度突破有记录以来最大单月增长。本月企业中长贷的表现与政策支持不无关系，1月10日召开的信贷座谈会要求强调信贷投放“适度靠前发力”，交通物流专项再贷款等结构性货币政策工具持续发力，政策性开发性金融工具配套资金逐步落位。短期信用方面，企业短贷大幅回升，当月增加1.51万亿，同比多增5000亿；票据融资减少4127亿，同比多减5915亿。1月票据贴现利率显著反弹，短期融资需求从票据融资转向短期贷款。

图5：1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6：1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，居民部门未见起色。1月新增居民贷款由上月的1753亿增加为2572亿，同比少增5858亿，已连续15个月同比负增。结构上，居民短贷增加341亿，同比少增665亿，指向春节前后居民贷款消费意愿较低。中长贷增加2231亿，同比大幅少增5193亿，仍然受地产销售拖累。

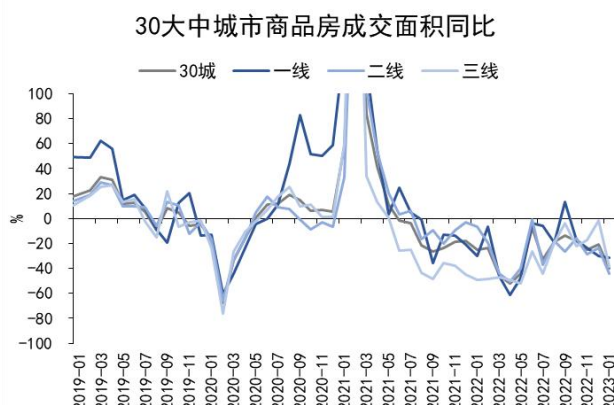


图7：1月新增居民中长贷占比小幅下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：1月楼市销售再度回落

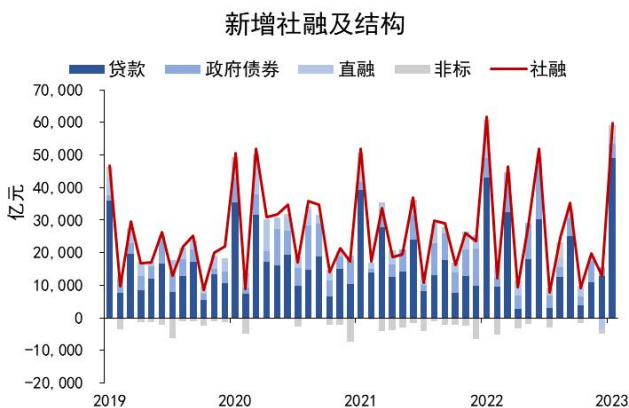


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 非标、直接融资与政府债券

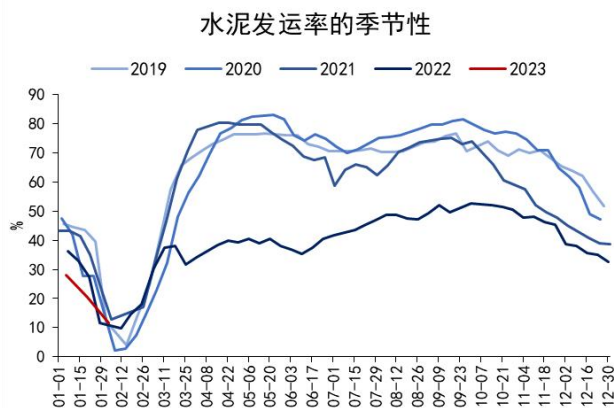
**新增非标融资转正，但同比增量为负。**非标当月融资增加 3485 亿，但在高基数下同比少增 996 亿。其中，未贴现银行承兑汇票增加 2963 亿，同比少增 1770 亿；信托贷款减少 62 亿，同比多增 618 亿；委托贷款增加 584 亿，同比多增 156 亿。票据利率显著上行，未贴现承兑汇票是非标少增的主要拖累项。而信托+委托贷款同比多增 774 亿，表明非标压降力度持续缓和，基建和房地产融资得到多渠道政策支持。

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10：2023年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

**企业直融是本月社融的最大拖累。**当月企业直接融资增加 2450 亿，同比少增 4827 亿。其中企业债券增加 1486 亿，同比少增 4352 亿，贡献了直融同比变动的 90.2%。影响主要来自两个方面：一是 1 月理财赎回潮尚未完全消退，信用债发行难度依然偏高；二是信用债利率总体仍处高位，成本更低的信贷部分挤出了债权融资。企业股权融资新增 964 亿，同比少增 475 亿。

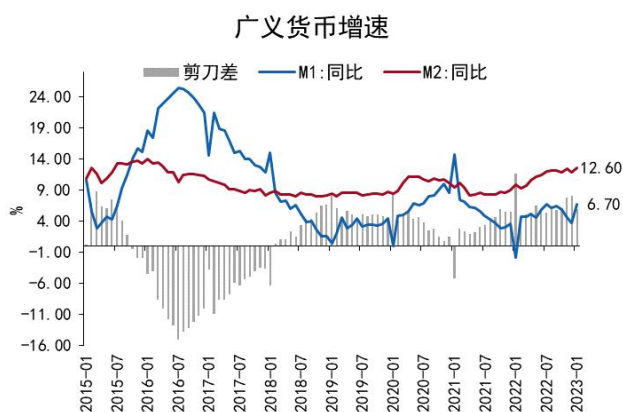
**基数效应使政府债券融资再度拖累社融。**1 月新增政府债券环比增加 1331 亿至 4140 亿元，即使开年多地已陆续发放专项债，在去年“财政前置”的基数效应下同比仍少增 1886 亿。

## 货币：社融-M2 增速剪刀差再度负扩张

1 月 M2 同比增速较上月回升 0.8pct 至 12.6%。各主体存款额均同比增加，非银存款构成存款的最大支撑项，同比多增 1.19 亿。春节前存款从企业部门向居民部门转移，居民存款增加 6.20 万亿，同比多增 7900 亿，反映居民消费意愿尚待修复；企业存款减少 7155 亿，同比仍多增 6845 亿。当月财政存款增加 6828 亿，同比多增 979 亿。

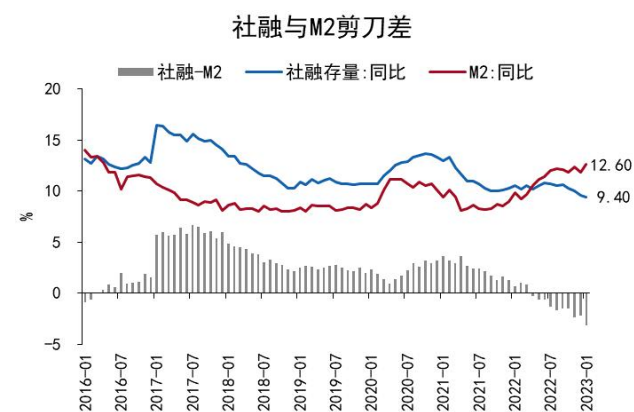
M1 同比增速大幅增加 3.0pct 至 6.7%，主要原因是春节错期，当月取现需求远大于去年同期。M2-M1 增速剪刀差相应减少 2.2pct 至 5.9%，社融-M2 增速剪刀差逆向扩大 1.0pct 至-3.2%。

图11：1 月 M2-M1 剪刀差收敛



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：信贷如期“开门红”

1 月信贷“开门红”有效提升了市场信心。信贷总量显著提升，企业信贷结构持续改善，信贷拉动社融实现超预期增长。

同时，我们也需要冷静对待 1 月金融数据。一是超预期的社融主要来自信贷的支撑，社融的其他科目并未明显改善，社融-M2 剪刀差创历史新低。二是居民信贷依然疲弱，短贷与中长贷均未见起色。

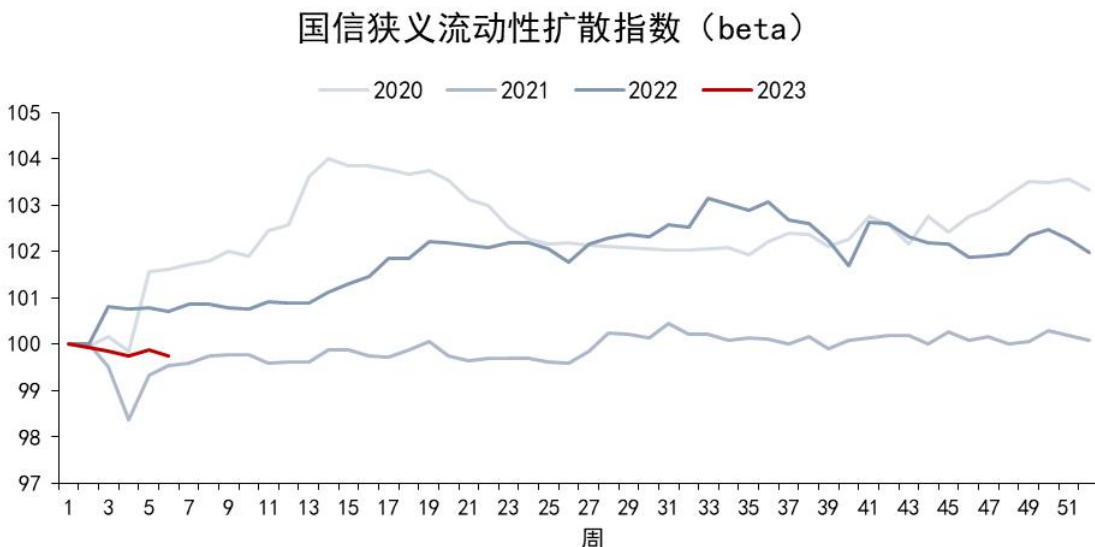
前瞻地看，我们对于今年一季度宽信用较为乐观。一方面，未来信贷的聚焦点将逐渐从“量”向“质”转换，银行将适度调整信贷投放节奏，逐渐聚焦投放质量，远超预期和季节性的信贷增长较难持续。另一方面，随着理财赎回潮告一段落，信用债发行将逐步修复，发行规模显著提升的提前批专项债也将对政府融资提供支撑。



## 一周回顾：流动性小幅收窄

海外流动性方面，上周（2月6日-2月10日）全球重要央行的货币政策无重大变化。美联储主席鲍威尔2月7日在华盛顿经济俱乐部表示尽管去通胀过程已经开始，但强劲的经济数据可能使美联储本轮加息的终端利率超预期。前瞻地看，强劲的非农数据为美国进一步加息提供了基础，市场仍预期美联储将在3月加息25bp；欧央行方面，行长拉加德称3月或再度加息50bp。

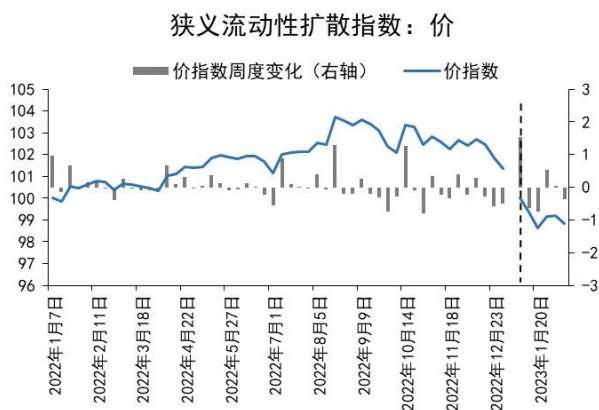
图13: 狭义流动性扩散指数（上升指向宽松，下降指向紧缩）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

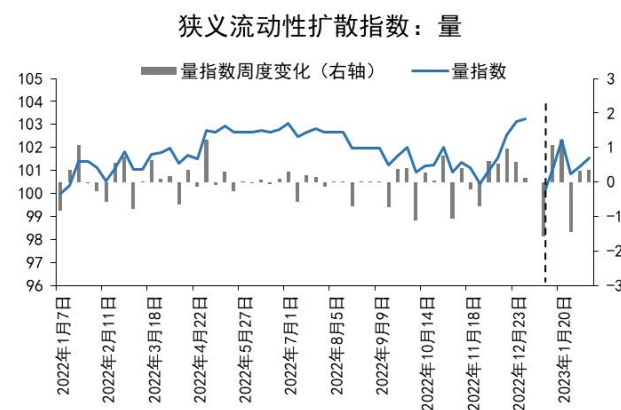
国内流动性方面，上周（2月6日-2月10日）狭义流动性小幅收紧。国信狭义流动性高频扩散指数较此一周（1月30-2月3日）下降0.12至99.75，其中价格指数贡献-202.7%，数量指标贡献102.7%。价格指数下降（紧缩）主要受上周R与同业存单利率环比上行拖累；而DR利率环比下行构成支撑。数量指数上升（宽松）主要受上周央行净投放规模支撑。央行超额续作，短期流动性边际充裕，其中7天逆回购净投放9520亿元（到期8880亿元，投放18400亿元）；14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元）。

图14: 价格指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图15: 数量指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

债券发行方面，上周政府债净融资 1770.4 亿元，本周计划发行 2721.7 亿元，净融资额预计为 1574.0 亿元；同业存单净融资 2275.1 亿元，本周计划发行 1417.5 亿元，净融资额预计为-4259.2 亿元；企业债券净融资 717.3 亿元，其中城投债融资贡献约 48.4%，本周计划发行 804.6 亿元，净融资额预计为-702.5 亿元。

上周五（2 月 10 日）人民币 CFETS 一篮子汇率指数较前一周（2 月 3 日）上行 0.67 至 100.53，同期美元指数上行 0.58 至 103.58。2 月 10 日，美元兑人民币在岸汇率较 2 月 3 日的 6.75 上行约 534 基点至 6.80，离岸汇率从 6.75 上行约 594 基点至 6.81。

## 流动性观察

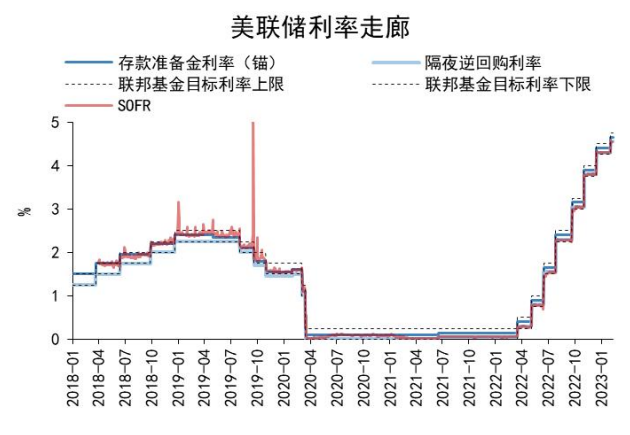
### 外部环境：美联储将继续加息

#### 美联储

2月FOMC加息25bp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4.65%和4.55%。上周四（2月9日）SOFR利率较前一周（2月2日）下行1bp，位于4.55%。美联储主席鲍威尔2月7日在华盛顿经济俱乐部表示尽管去通胀（disinflation）过程已经开始，但强劲的经济数据可能使美联储本轮加息的终端利率超预期。

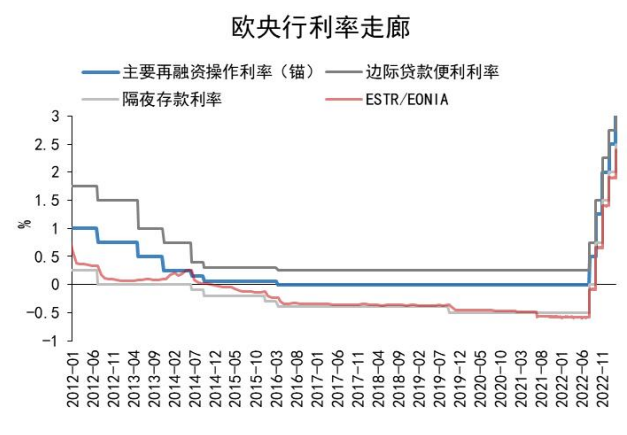
截至2月8日，美联储资产负债表规模为8.44万亿美元，较前一周（2月1日）增加17.6亿美元，约为今年4月本次缩表初期资产负债表历史最高值（8.97万亿）的94.1%。

图16: 美联储关键短端利率



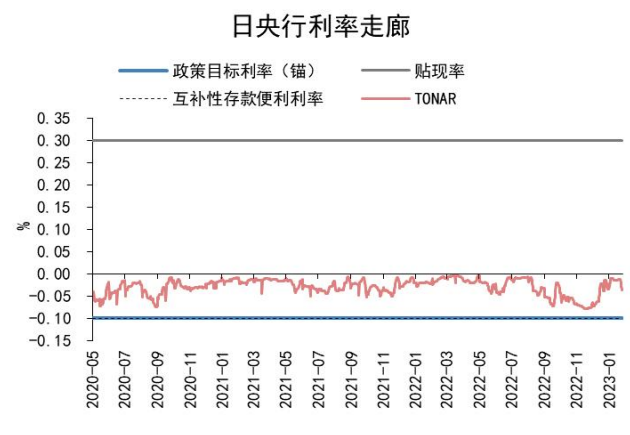
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图17: 欧央行关键短端利率



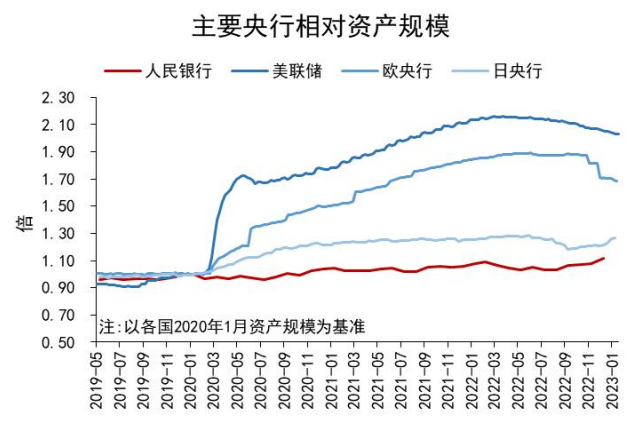
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18: 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19: 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

欧央行在 2 月议息会议决定加息 50bp，其三大关键利率——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 3.00%、3.25% 和 2.50%。受加息影响，欧元短期利率（ESTR）本周四（2 月 9 日）较前一周（2 月 2 日）上行 50bp，位于 2.40%。

## 日央行

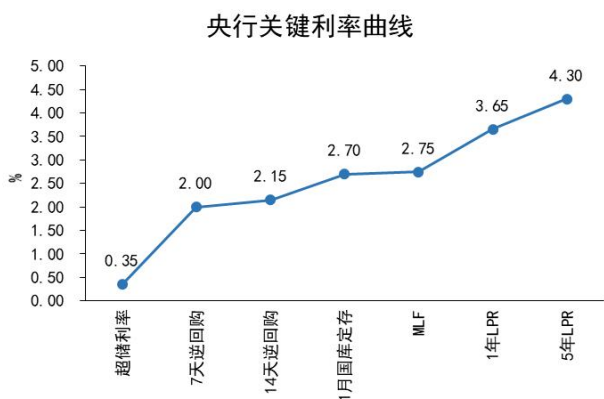
日本央行政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率分别保持-0.1%、0.3% 和 -0.1% 不变。东京隔夜平均利率（TONAR）本周四（2 月 9 日）较前一周（2 月 2 日）下行 3bp，位于 -0.04%。

## 国内利率：短端利率上行

### 央行关键利率

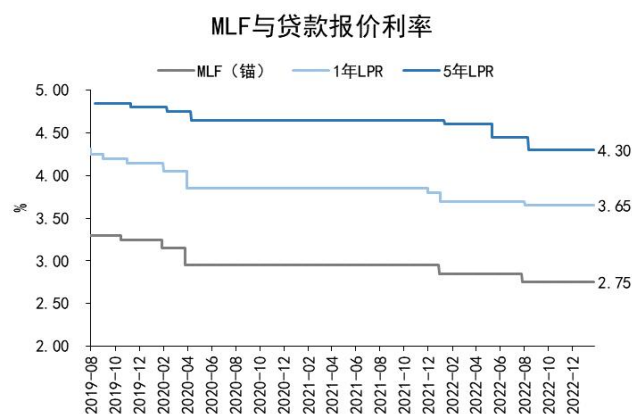
1 月 20 日，贷款市场报价利率（LPR）公布，1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.3%，均与上月持平。央行其它关键利率无变化。

图20: 央行关键利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图21: LPR 利率



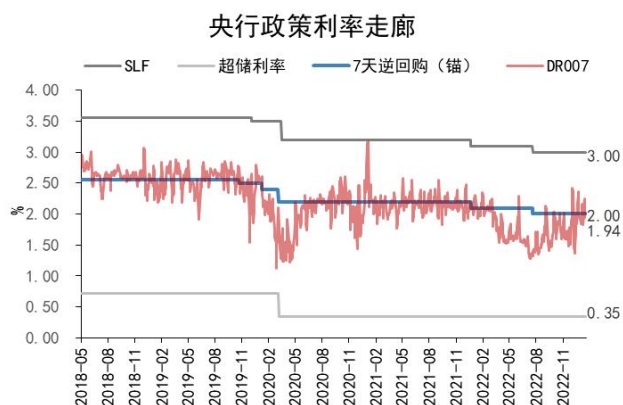
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 市场利率

短端利率方面，隔夜利率与七天利率大幅回升。上周五（2 月 10 日）R001、DR001 与 GC001 较前一周（2 月 3 日）分别上行 50bp、54bp 和 50bp；R007、DR007、GC007 分别上行 17bp、12bp 和 17bp。

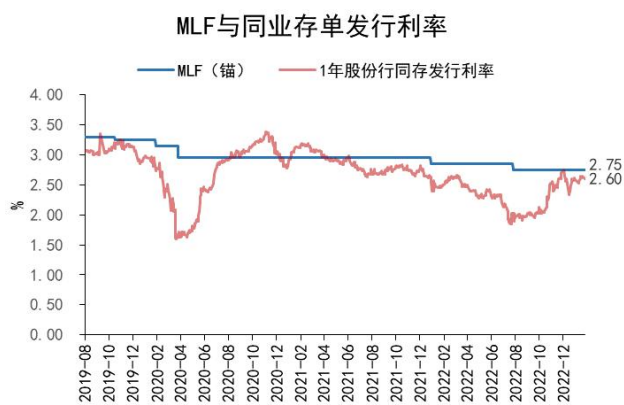
存单利率方面，上周出现分化。上周四（2 月 9 日）国有行、股份行 1 年期存单发行利率较前一周（2 月 2 日）分别上行 8bp 和 4bp 至 2.64% 和 2.64%，城商行下行 2bp 至 2.77%。

图22: 短端市场利率与政策锚



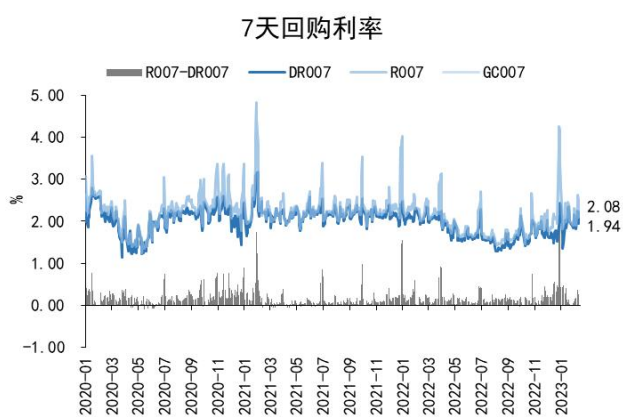
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 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24: 短端流动性分层观察



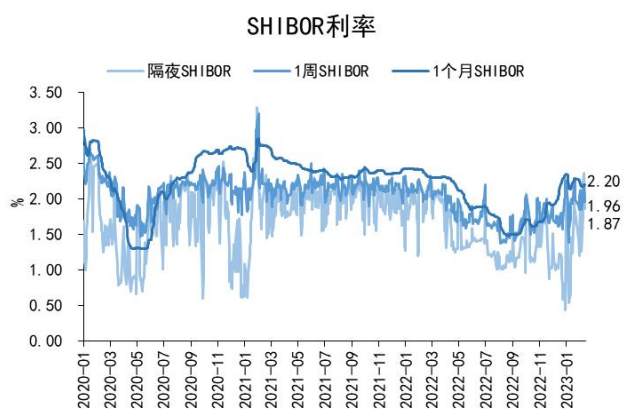
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 中长端流动性分层观察



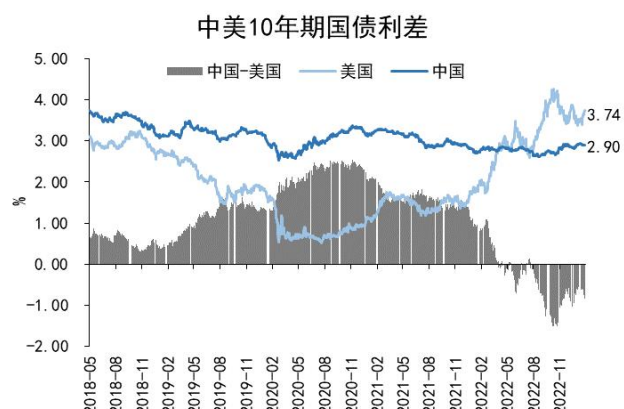
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: SHIBOR 报价利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 中美利差



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



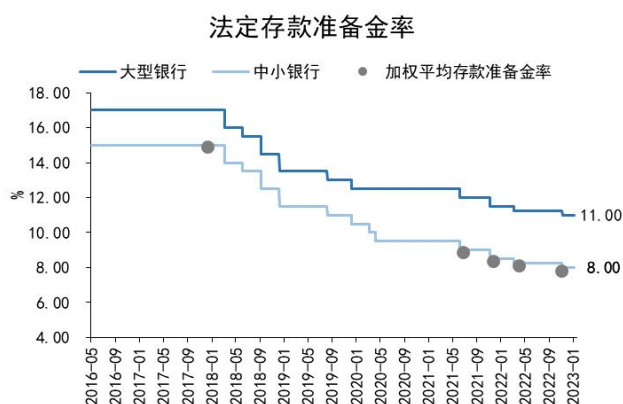
## 国内流动性：央行呵护市场流动性

上周（2月6日-2月12日），央行净投放流动性资金 9520 亿元。其中：7 天逆回购净投放 9520 亿元（到期 8880 亿元，投放 18400 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（2月13日-2月19日），央行逆回购将到期 18400 亿元，其中 7 天逆回购到期 18400 亿元，14 天逆回购到期 0 亿元。截至本周一（2月13日）央行 7 天逆回购净投放-1040 亿元，14 天逆回购净投放 0 亿元。

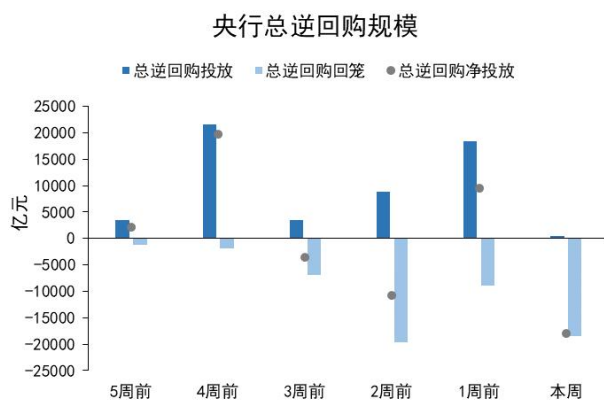
上周（2月6日-2月10日），银行间市场质押回购平均日均成交 5.46 万亿，较前一周（1月30日-2月3日，5.06 万亿）增加 0.40 万亿。隔夜回购占比为 85.8%，较前一周（86.5%）下降 0.7pct。

图28：“三档两优”准备金体系



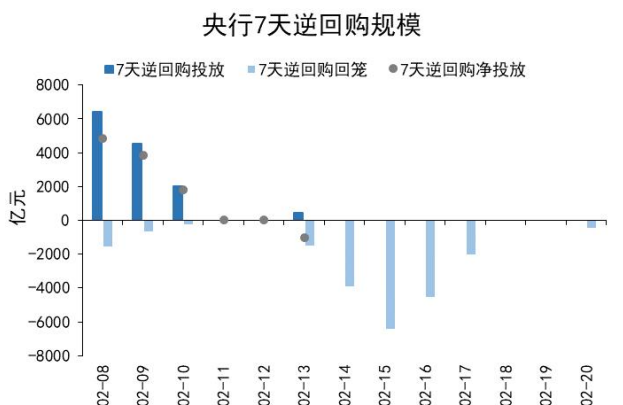
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图29：央行逆回购规模（本周投放截至周一）



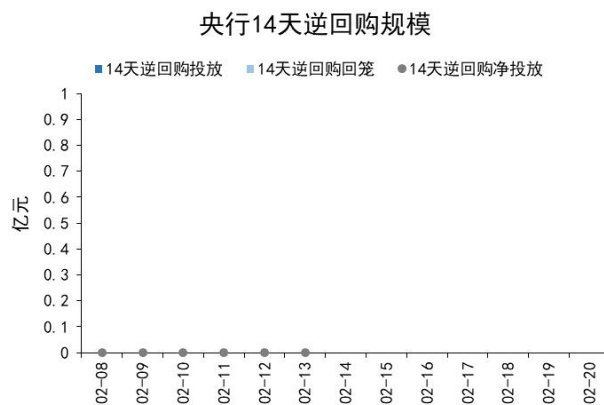
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图30：7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

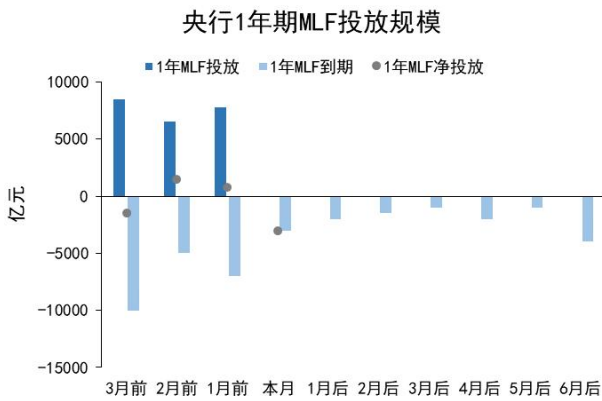
图31：14天逆回购到期与投放



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

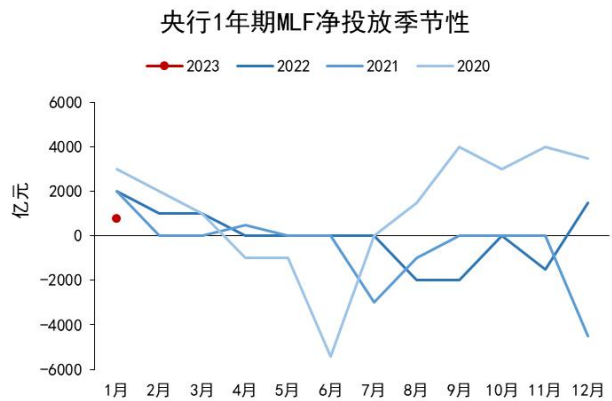


图32: MLF 投放跟踪



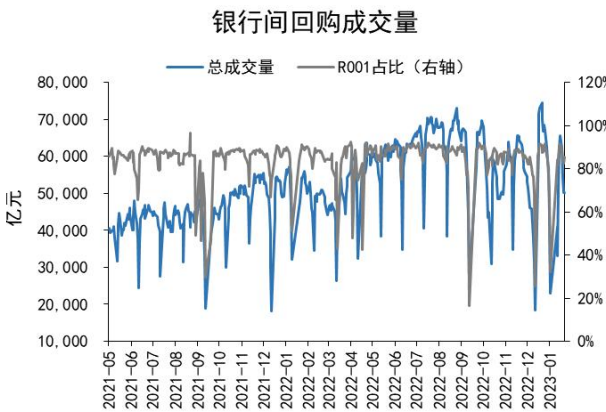
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图33: MLF 投放季节性



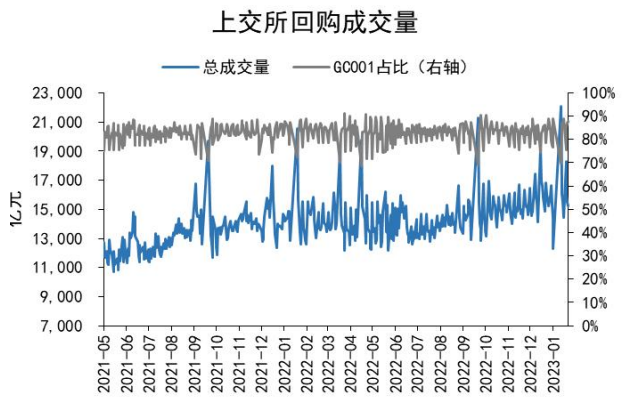
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图34: 银行间回购成交量



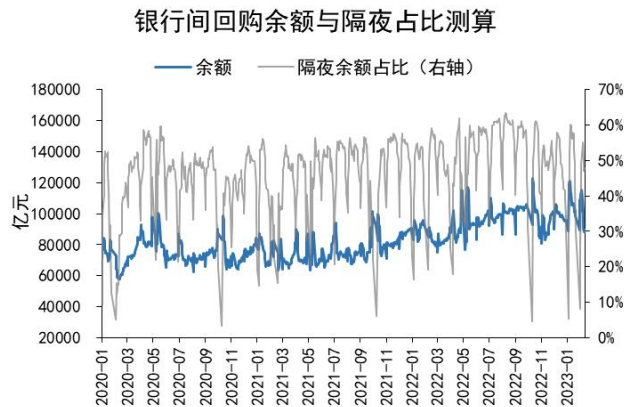
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图35: 上交所回购成交量



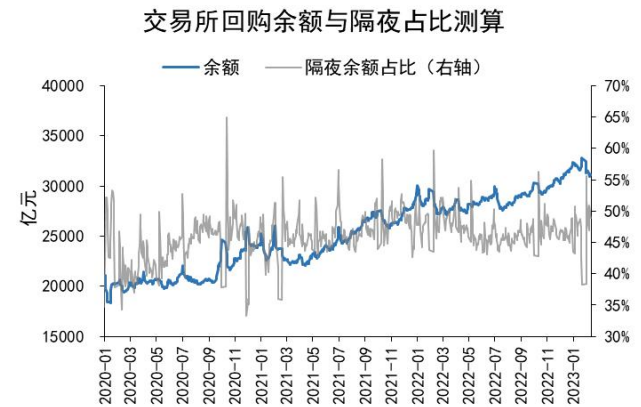
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图36: 银行间回购余额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图37: 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：同业存单净融资回落

政府债上周（2月6日-2月10日）共计发行3361.3亿元，净融资1770.4亿元，较前一周（1月30日-2月3日）的2142.8亿元小幅减少。本周计划发行2721.7亿元，净融资额预计为1574.0亿元。

同业存单上周（2月6日-2月10日）共计发行6940.2亿元，净融资2275.1亿元，较前一周（1月30日-2月3日）的5231.0亿元大幅回落。本周计划发行1417.5亿元，净融资额预计为-4259.2亿元。

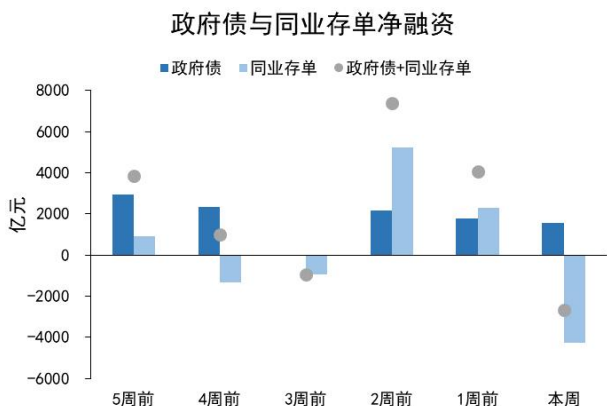
企业债券上周（2月6日-2月10日）共计发行1888.8亿元，净融资717.3亿元，较前一周（1月30日-2月3日）的-947.3亿元有所回升。上周城投债融资贡献约48.4%。本周计划发行804.6亿元，净融资额预计为-702.5亿元。

图38：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	0.0	-650.1	1800.0	1800.0	127.0	127.0	577.6	376.9	217.1	100.2	2721.7	1574.0	3361.3	1770.4
国债	0.0	-650.0	1800.0	1800.0	0.0	0.0	0.0	-200.7	0.0	0.0	1800.0	949.3	1920.0	418.0
地方政府一般债	0.0	0.0	0.0	0.0	105.0	105.0	354.7	354.7	0.0	-68.7	459.7	210.9	557.5	509.4
地方政府专项债	0.0	-0.1	0.0	0.0	22.0	22.0	222.9	222.9	217.1	168.9	462.0	413.8	883.8	843.0
同业存单	1417.5	866.5	0.0	-1716.3	0.0	-519.8	0.0	-1038.7	0.0	-1541.0	1417.5	-4259.2	6940.2	2275.1
企业债	547.9	306.1	86.8	-210.7	19.8	-156.8	150.2	11.2	0.0	-456.8	804.6	-702.5	1888.8	717.3
城投债	263.2	205.4	41.5	-30.5	0.0	-13.7	0.0	-30.3	0.0	-60.6	304.7	2.3	756.3	347.1
产业债	314.6	126.3	45.3	-226.1	19.8	-143.2	150.2	22.2	0.0	-456.2	529.9	-804.4	1212.5	284.5

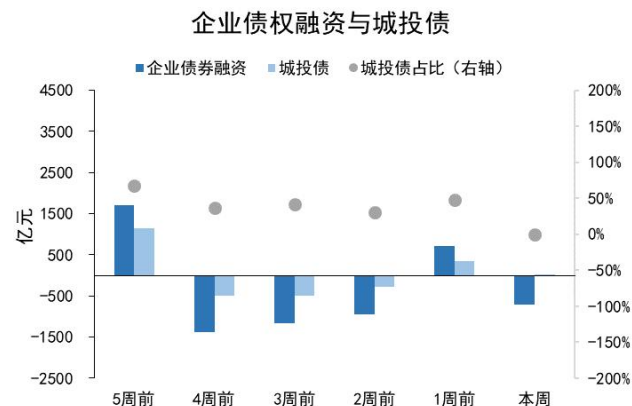
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图39：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40：企业债券净融资与结构

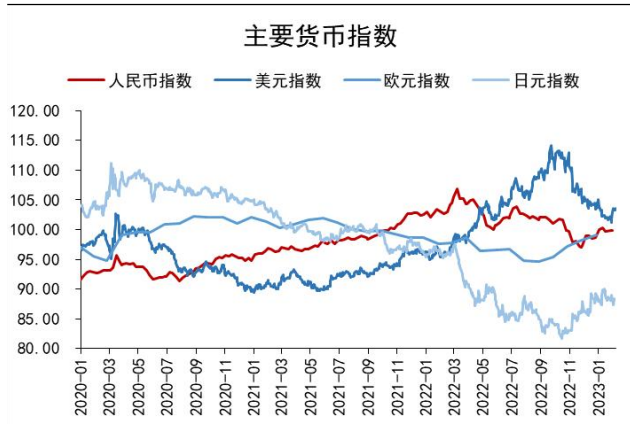


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 汇率：人民币美元同时边际走强

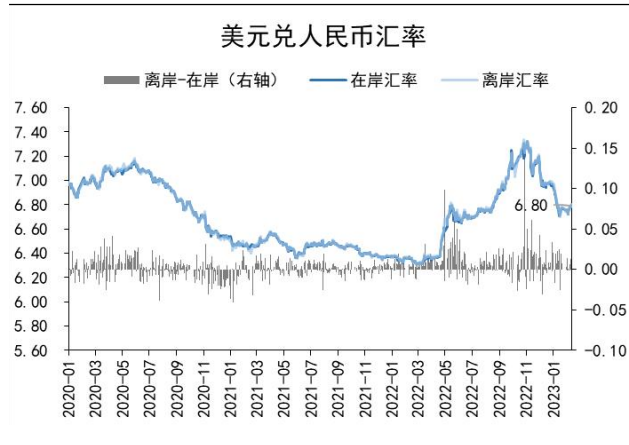
上周五(2月10日)人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周(2月3日)上行0.67至100.53,同期美元指数上行0.58至103.58。2月10日,美元兑人民币在岸汇率较2月3日的6.75上行约534基点至6.80,离岸汇率从6.75上行约594基点至6.81。

图41: 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42: 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 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 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