

货币政策与流动性观察

金融数据量质齐升

核心观点

金融数据量质齐升

2月新增社融3.16万亿（预期2.08万亿），新增人民币贷款1.81万亿（预期1.43万亿）。尽管由于季节性环比有所回落，但社融和信贷表现均超预期，并创下历史同期新高。M2同比增长12.9%，同样显著高于预期（12.3%）。

2月社融增速反弹0.5pct至9.9%，结束了连续4个月的下滑。政府债券、非标和企业直融同比增速转正，四大项均对社融构成正贡献：信贷（贡献46.1%）、政府债券融资（27.9%）、非标（25.6%）和企业直融（0.1%）。

2月信贷总量结构均出现改善。以信贷（非社融）口径计，新增人民币贷款同比多增5800亿。居民部门贷款显著修复，结束了持续15个月的同比负增，与企业部门共同支撑了信贷的同比增长。一方面，政策助力下，企业信贷增长保持强劲。另一方面，居民贷款显著改善。2月新增居民贷款2081亿，同比大幅多增5450亿。居民短贷占比上升，消费成为贷款增长的重要驱动。

财政前置使政府债券融资在高基数下实现同比多增。今年财政进一步前置发力，各地提前批专项债共计2.19万亿元，较去年增加约50%，推动政府债券融资在去年的高基数下仍同比多增5416亿元。

新增非标融资小幅转负，但同比大幅少减。非标当月融资减少81亿，但同比大幅少减4972亿。

企业直融较前月有所修复，同比微幅增长。企业债券增加3644亿，同比增幅转正（多增34亿），贡献了直融同比变动的170%。这指向理财赎回潮告一段落后，信用债需求显著修复，发行难度下降。但需要提示低利率信贷仍部分挤出了债券融资。

2月M2同比增速较上月继续上升0.3pct至12.9%。从结构看，居民和企业存款同比增加，非银和财政存款同比下降。M1同比增速下降0.9pct至5.8%，但考虑到今年和去年春节取现高峰的错位，并未指向居民购房和企业投资意愿减弱。M2-M1增速剪刀差相应上升1.2pct至7.1%，社融-M2增速负剪刀差收窄0.2pct至-3.0%。

总体看，2月金融数据呈现量质齐升的特征，指向经济内生动能持续向好。前瞻地看，我们对于今年一季度宽信用较为乐观，社融-M2负剪刀差将逐渐企稳回升。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将有所放缓。另一方面，随着理财赎回潮告一段落，信用债发行将稳步修复，规模显著提升的提前批专项债也将对政府融资提供支撑。

风险提示：疫情出现反复，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

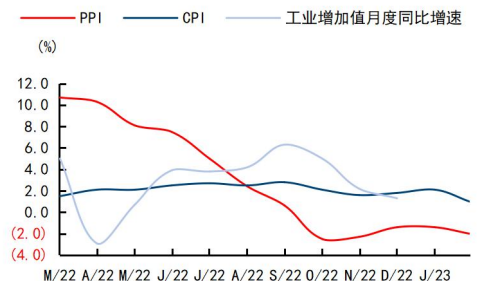
dongdz@guosen.com.cn

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	12.90

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

- 《宏观经济宏观周报-随着需求持续回暖，国内生产资料价格止跌回升》——2023-03-07
- 《货币政策与流动性观察-本周央行逆回购将到期超1万亿》——2023-03-06
- 《货币政策与流动性观察-总量政策向“正常化”回归》——2023-02-28
- 《宏观经济宏观周报-国内经济复苏强劲，国信宏观扩散指数突破历史范围上边界》——2023-02-27
- 《货币政策与流动性观察-流动性边际趋稳》——2023-02-21

内容目录

周观点：金融数据量质齐升	5
社融：政府及企业债券融资回升	5
货币：社融-M2 负剪刀差边际收敛	8
小结：总量结构双改善	8
一周回顾：上周央行逆回购缩量续作	9
流动性观察	11
外部环境：日央行维持政策利率不变	11
国内利率：短端利率全面上行	12
国内流动性：央行逆回购缩量续作	14
债券融资：政府债券融资增加	16
汇率：人民币美元走势分化	17

图表目录

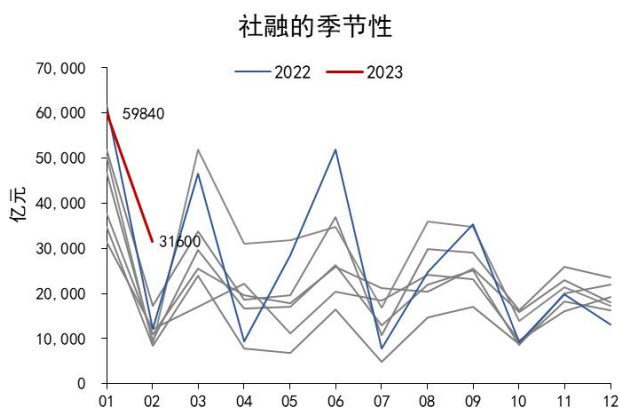
图 1: 2 月新增社融位于历史同期最高值	5
图 2: 2 月新增信贷位于历史同期最高值	5
图 3: 2 月社融所有主要分项同比均正增长	5
图 4: 2 月居民信贷显著修复	6
图 5: 2 月新增贷款主要投向企业部门	6
图 6: 2 月企业贷款结构维持稳定	6
图 7: 2 月新增居民中长贷占比持续下降	7
图 8: 2 月楼市销售面积明显反弹	7
图 9: 我国实体经济仍以间接融资为主	7
图 10: 2023 年以来水泥发运率走势强于季节性	7
图 11: M2-M1 剪刀差边际扩张	8
图 12: 社融-M2 剪刀差有所修复	8
图 13: 狭义流动性扩散指数（上升指向宽松，下降指向紧缩）	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: 货币市场加权利率	13
图 27: SHIBOR 报价利率	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：金融数据量质齐升

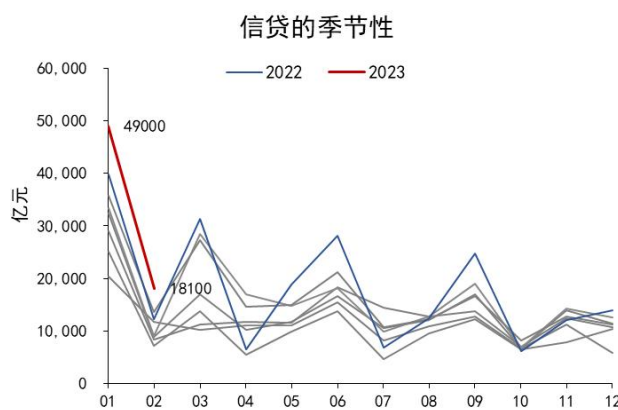
2月我国新增社融3.16万亿（预期2.08万亿），新增人民币贷款1.81万亿（预期1.43万亿）。尽管由于季节性环比有所回落，但社融和信贷表现均超预期，并创下历史同期新高。M2同比增长12.9%，同样显著高于预期（12.3%）。

图1：2月新增社融位于历史同期最高值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：2月新增信贷位于历史同期最高值

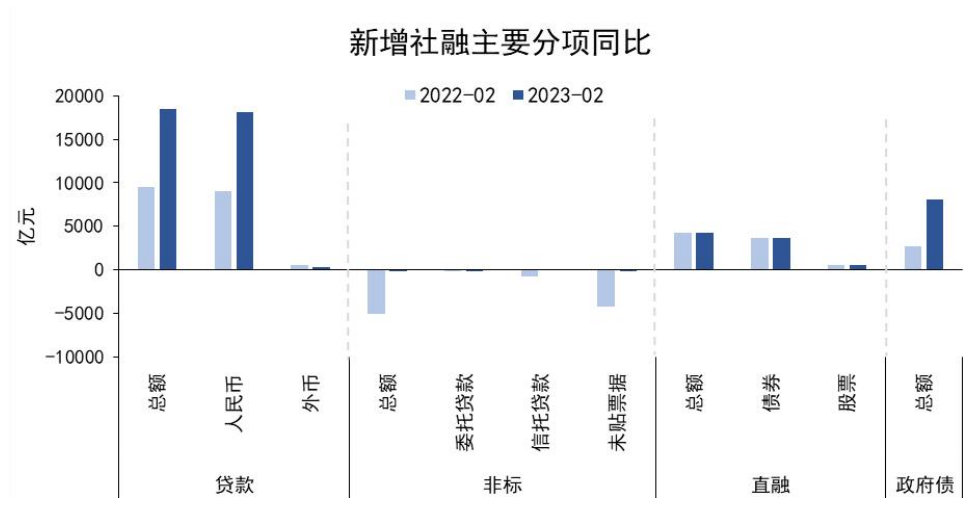


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

社融：政府及企业债券融资回升

2月社融增速反弹0.5pct至9.9%，结束了连续4个月的下滑。新增社融同比多增1.94万亿，环比少增2.82万亿。政府债券、非标和企业直融同比增速转正，四大项均对社融构成正贡献：信贷（贡献46.1%）、政府债券融资（贡献27.9%）、非标（贡献25.6%）和企业直融（贡献0.1%）¹。

图3：2月社融所有主要分项同比均正增长



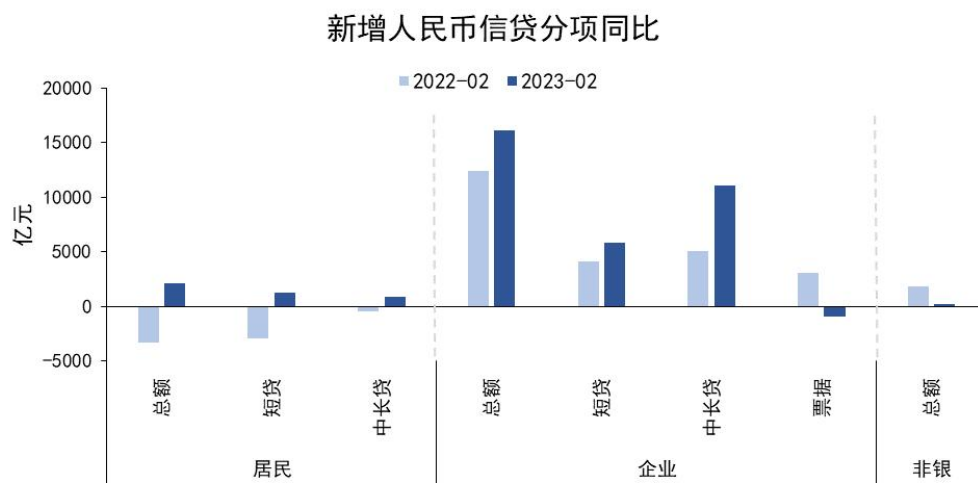
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

人民币贷款

¹ ABS和贷款核销两项尚未公布，预计合计贡献0.4%。

2月信贷总量结构均出现改善。以信贷（非社融）口径计，新增人民币贷款同比多增5800亿。居民部门贷款显著修复，结束了持续15个月的同比负增，与企业部门共同支撑了信贷的同比增长。

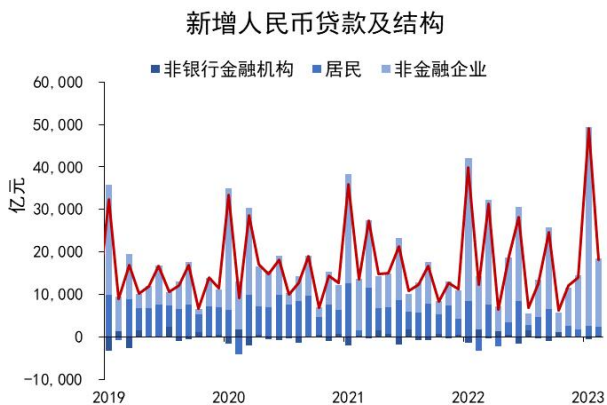
图4：2月居民信贷显著修复



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

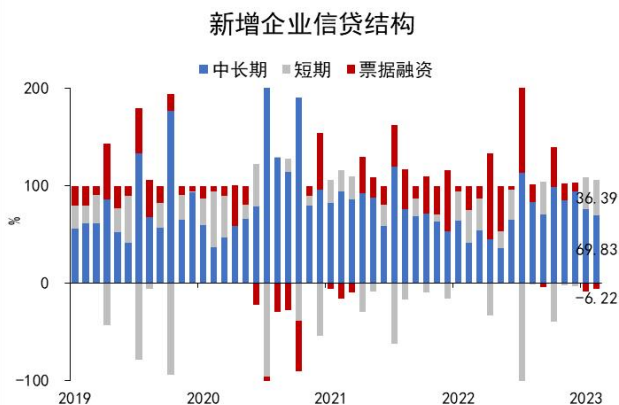
一方面，政策助力下，企业信贷增长保持强劲。2月非金融企业贷款新增1.61万亿，同比多增3700亿。其中中长贷新增1.11万亿，占69.8%；同比多增6048亿，在政策支持下已实现连续7个月正增长。短期信用方面，企业短贷增加5785亿，同比多增1674亿；票据融资减少989亿，同比多减4041亿。

图5：2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6：2月企业贷款结构维持稳定



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

另一方面，居民贷款显著改善。2月新增居民贷款2081亿，同比大幅多增5450亿，结束了连续15个月的同比负增。结构上，新增贷款中居民短贷占比上升，指向消费成为贷款增长的主要驱动。居民短贷增加1218亿，同比大幅多增4129亿，指向居民消费意愿、能力和场景修复推动消费贷款改善。中长贷增加863亿，同比增加1322亿，主要受2月地产销售回暖支撑。

图7：2月新增居民中长贷占比持续下降



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：2月楼市销售面积明显反弹



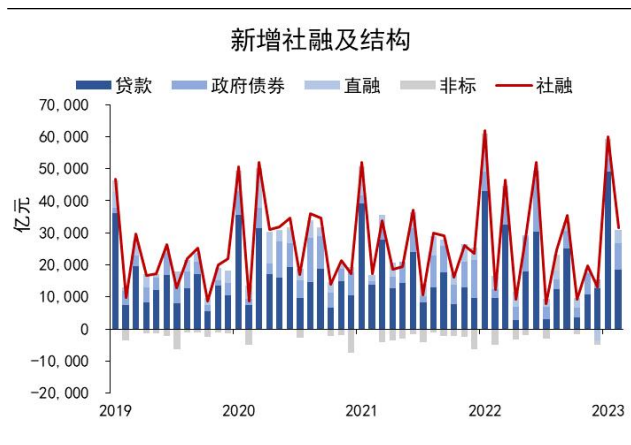
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

非标、直接融资与政府债券

财政前置使政府债券融资在高基数下实现同比多增。2月新增政府债环比增加约4000亿至8138亿元。今年财政进一步前置发力，各地提前批专项债共计2.19万亿元，较去年增加约50%，推动政府债券融资在去年的高基数下仍同比多增5416亿元。

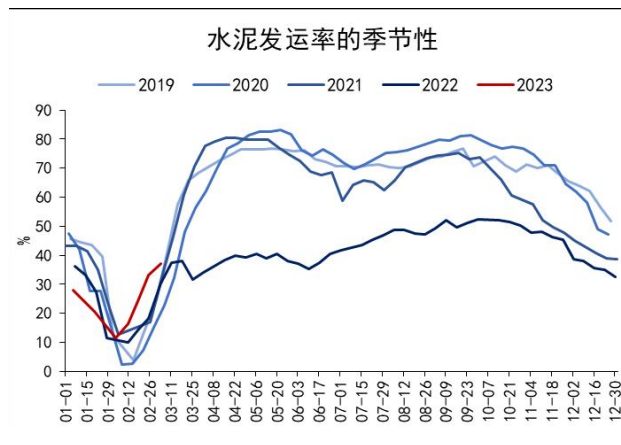
新增非标融资小幅转负，但同比大幅少减。非标当月融资减少81亿，但同比大幅少减4972亿。其中，未贴现银行承兑汇票减少70亿，同比少减4158亿，对应票据融资的下降；信托贷款增加66亿，同比多增817亿；委托贷款减少77亿，同比基本不变。信托+委托贷款同比少减814亿，表明非标压降力度持续缓和，基建和房地产融资得到多渠道政策支持。

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

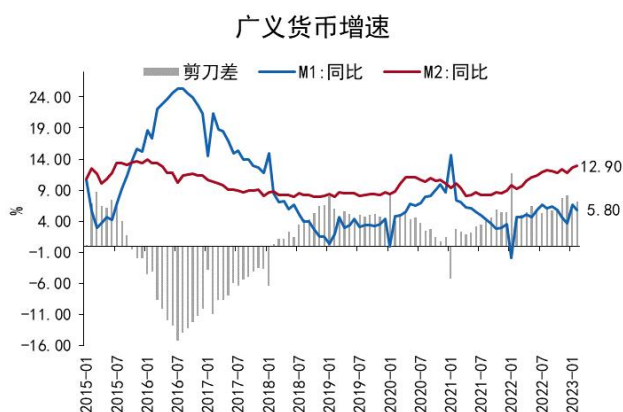
企业直融较前月有所修复，同比微幅增长。当月企业直接融资增加4215亿，同比多增20亿。其中企业债券增加3644亿，同比增幅转正（多增34亿），贡献了直融同比变动的170%。这指向理财赎回潮告一段落后，信用债需求显著修复，发行难度下降。但需要提示低利率信贷仍部分挤出了债券融资。企业股权融资新增571亿，同比少增14亿。

货币：社融-M2 负剪刀差边际收敛

2月M2同比增速较上月继续上升0.3pct至12.9%。从结构看，居民和企业存款同比增加，非银和财政存款同比下降。2月居民存款增加7926亿，同比多增10849亿，即使考虑去年春节的低基数，也一定程度反映居民消费意愿仍有修复空间；企业存款增加12900亿，同比仍多增11511亿。当月财政存款增加4558亿，同比少增1444亿。

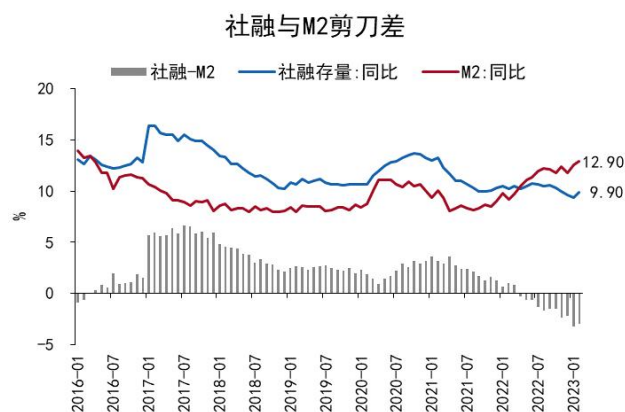
M1同比增速下降0.9pct至5.8%，但考虑到今年和去年春节取现高峰的错位，并未指向居民购房和企业投资意愿减弱。M2-M1增速剪刀差相应上升1.2pct至7.1%，社融-M2增速负剪刀差收窄0.2pct至-3.0%。

图11：M2-M1 剪刀差边际扩张



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：社融-M2 剪刀差有所修复



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

小结：总量结构双改善

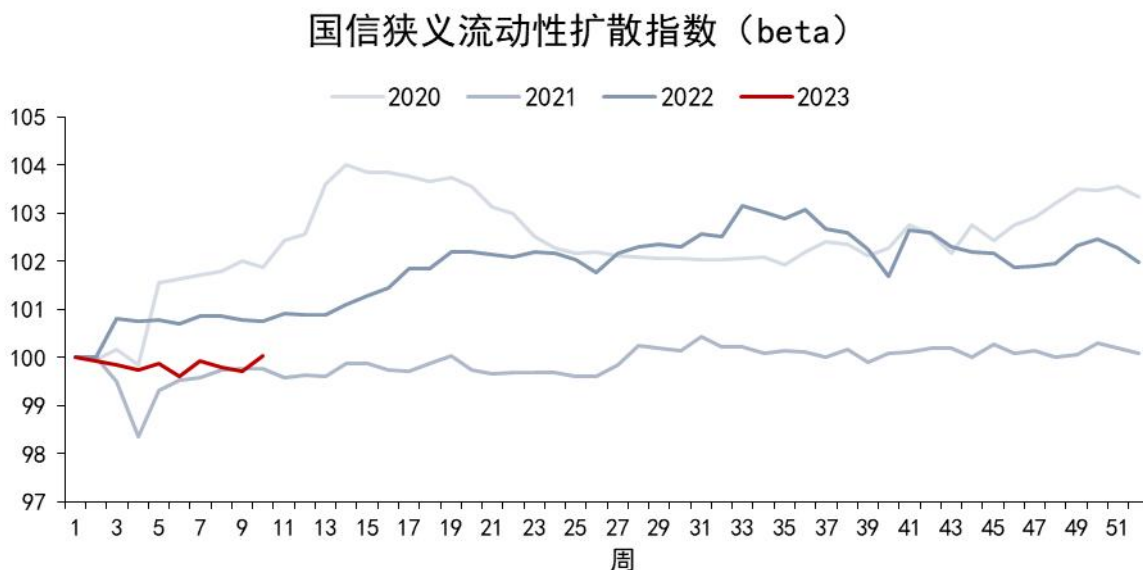
总体看，2月金融数据呈现量质齐升的特征，指向经济内生动能持续向好。社融的四大项均实现同比正增长，特别是政府债券和企业债券发行明显回升。信贷方面，持续疲弱的居民贷款出现回暖，短贷表现强于中长贷。

前瞻地看，我们对于今年一季度宽信用较为乐观，社融-M2负剪刀差将逐渐企稳回升。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将有所放缓。另一方面，随着理财赎回潮告一段落，信用债发行将稳步修复，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：上周央行逆回购缩量续作

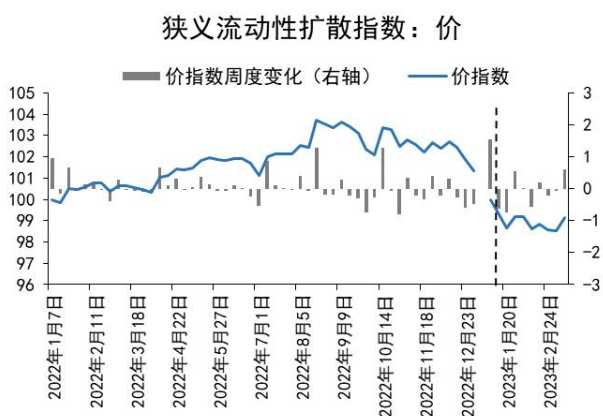
海外流动性方面，上周（3月6日-3月10日）全球重要央行的货币政策无重大变化。日央行3月10日公布利率决议，政策利率维持在-0.1%，符合市场预期。前瞻地看，尽管超预期的非农和通胀数据为美国加息提速提供了基础，但近期硅谷银行破产等因素，使联邦资金利率期货隐含的加息25bp的可能性回升至接近6成（59.7%）；欧央行方面，行长拉加德称3月或再度加息50bp。

图13: 狭义流动性扩散指数（上升指向宽松，下降指向紧缩）



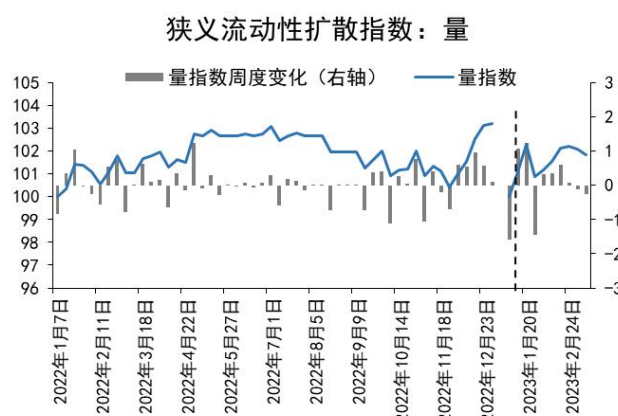
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

国内流动性方面，上周（3月6日-3月10日）狭义流动性小幅走宽。国信狭义流动性高频扩散指数较此一周（2月27日-3月3日）上升0.33至100.04，其中价格指标贡献124.9%，数量指标贡献-24.9%。价格指数上升（宽松）主要受上一周标准化后的同业存单加权利率、7天/14天R与DR加权利率、R001利率总体环比下行支撑。央行上周逆回购缩量续作，对数量指数构成拖累。

上周（3月6日-3月12日），央行净投放流动性资金-9830亿元。其中：7天逆

回购净投放-9830 亿元（到期 10150 亿元，投放 320 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（3 月 13 日-3 月 19 日），央行逆回购将到期 320 亿元，其中 7 天逆回购到期 320 亿元，14 天逆回购到期 0 亿元。截至本周一（3 月 13 日）央行 7 天逆回购净投放 340 亿元，14 天逆回购净投放 0 亿元。**本周三（3 月 15 日）为办税截止日，预计将对资金面构成影响。**

债券发行方面，上周政府债净融资 2518.6 亿元，本周计划发行 2855.5 亿元，净融资额预计为-214.1 亿元；同业存单净融资 3222.0 亿元，本周计划发行 1723.7 亿元，净融资额预计为-4486.3 亿元；企业债券净融资 1146.9 亿元，其中城投债融资贡献约 91.8%，本周计划发行 1079.8 亿元，净融资额预计为-2734.1 亿元。**本周同业存单到期量超 6000 亿元，提示关注潜在的资金面扰动。**

上周五（3 月 10 日）人民币 CFETS 一篮子汇率指数较前一周（3 月 3 日）下行 0.35 至 100.07，同期美元指数上行 0.12 至 104.65。3 月 10 日，美元兑人民币在岸汇率较 3 月 3 日的 6.90 上行约 651 基点至 6.97，离岸汇率从 6.91 上行约 705 基点至 6.98。

流动性观察

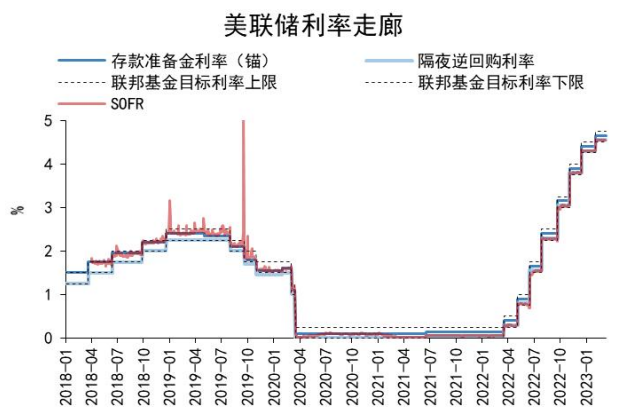
外部环境：日央行维持政策利率不变

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（3月9日）SOFR利率较前一周（3月2日）维持不变，位于4.55%。美国上周初请失业金人数增加2.1万人至21.1万人，创自去年年末以来的最高水平，表明紧绷的劳动力市场有所缓解。

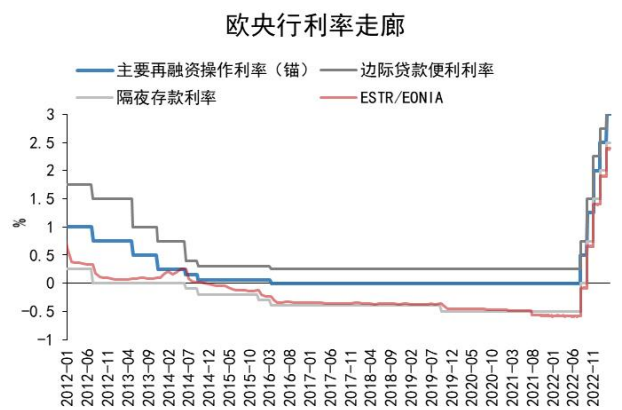
截至3月8日，美联储资产负债表规模为8.34万亿美元，较前一周（3月1日）增加25.99亿美元，约为今年4月本次缩表初期资产负债表历史最高值（8.97万亿）的93.1%。

图16: 美联储关键短端利率



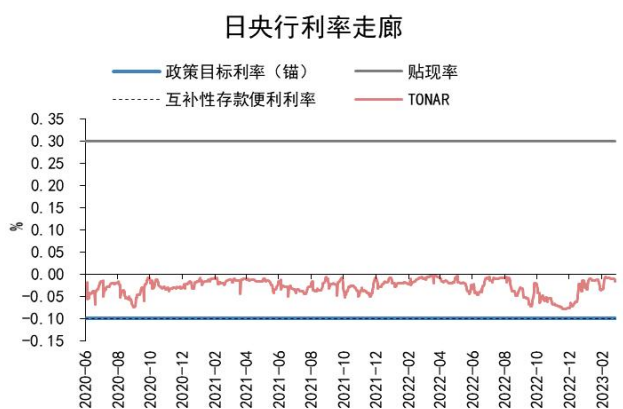
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图17: 欧央行关键短端利率



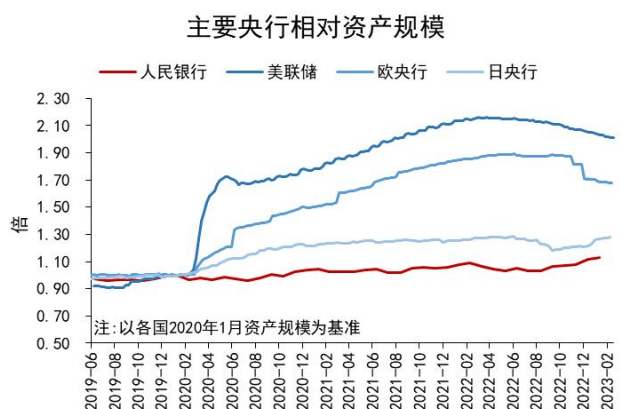
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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）利率分别位于 3.00%、3.25% 和 2.50%。欧元短期利率（ESTR）上周四（3 月 9 日）较前一周（3 月 2 日）维持不变，位于 2.40%。

日央行

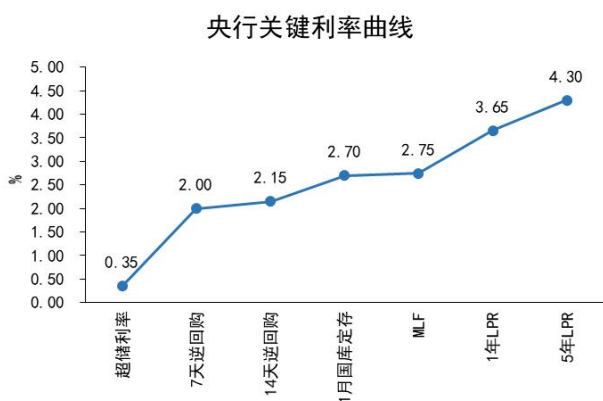
日央行 3 月 10 日公布利率决议，政策利率维持在-0.1%，符合市场预期。日本央行政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率分别保持-0.1%、0.3%和-0.1%不变。东京隔夜平均利率（TONAR）上周四（3 月 9 日）较前一周（3 月 2 日）下行 1bp，位于-0.02%。

国内利率：短端利率全面上行

央行关键利率

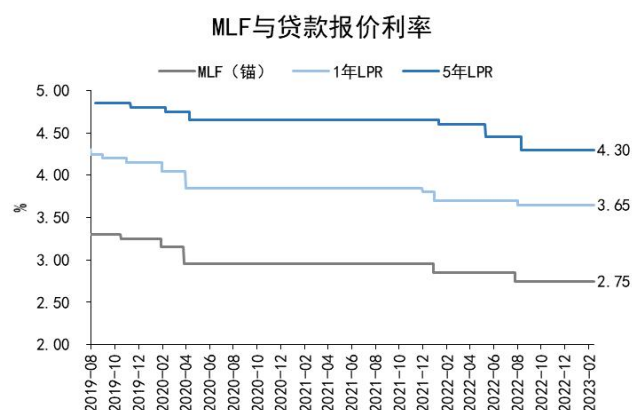
2 月 20 日，贷款市场报价利率（LPR）公布，1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.3%，均与上月持平。央行其它关键利率无变化。

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



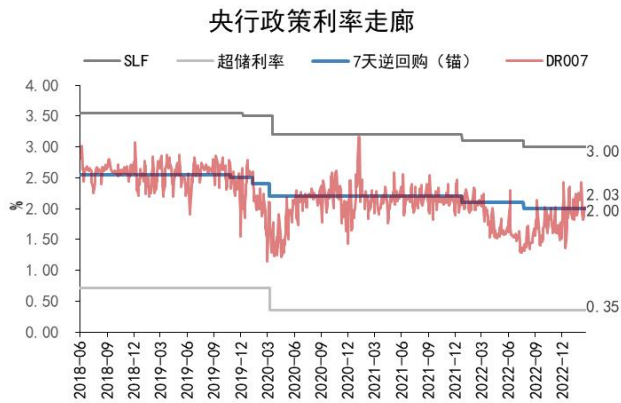
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

市场利率

短端利率方面，隔夜利率与七天利率全面上行。上周五（3 月 10 日）R001、DR001 与 GC001 较前一周（3 月 3 日）分别上行 54bp、55bp 和 54bp；R007、DR007、GC007 分别上行 14bp、10bp 和 14bp；考虑 R 成交量权重的货币市场加权利率上行 51bp。

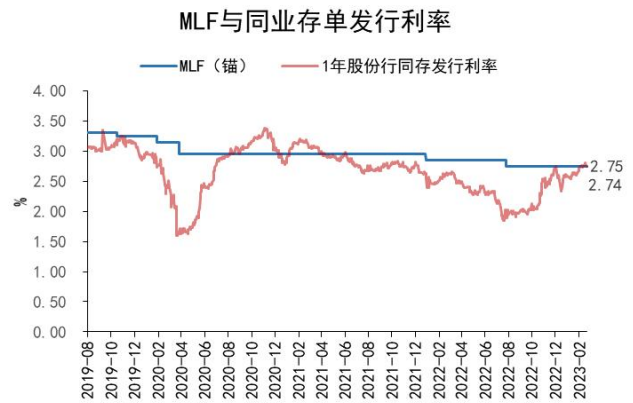
存单利率方面，上周出现分化。上周五（3 月 10 日）国有行 1 年期存单发行利率较前一周（3 月 3 日）下行 1bp 至 2.74%，股份行维持 2.76% 不变，城商行上行 1bp 至 2.86%。

图22: 短端市场利率与政策锚



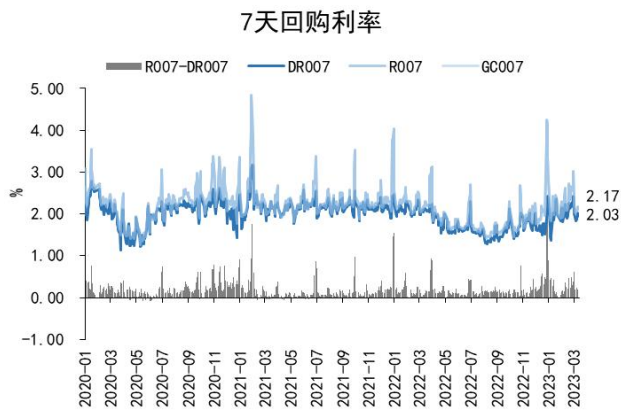
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 中期利率与政策锚



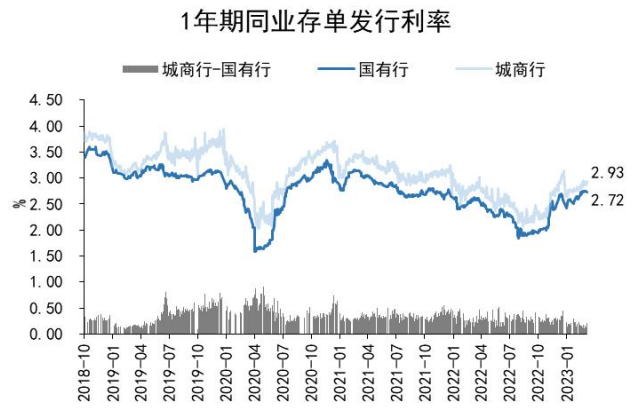
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 短端流动性分层观察



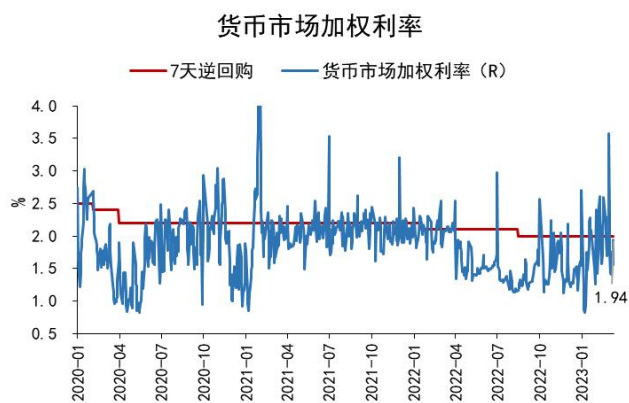
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 中长端流动性分层观察



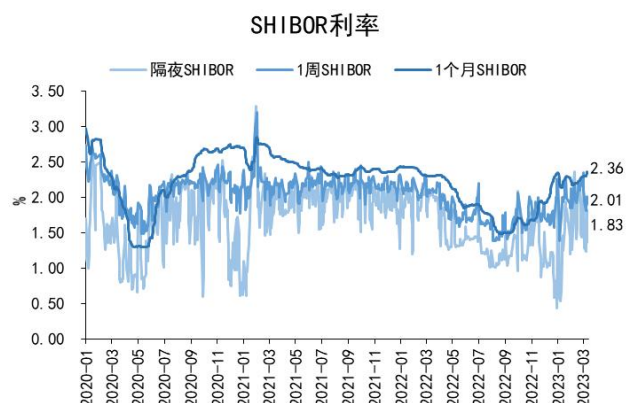
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: 货币市场加权利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: SHIBOR 报价利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

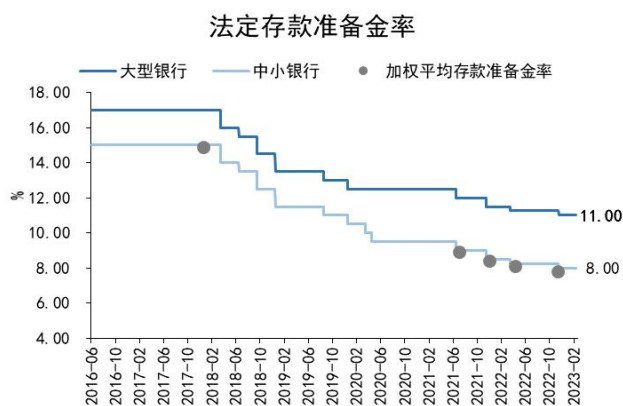
国内流动性：央行逆回购缩量续作

上周（3月6日-3月12日），央行净投放流动性资金-9830亿元。其中：7天逆回购净投放-9830亿元（到期10150亿元，投放320亿元）；14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元）。

本周（3月13日-3月19日），央行逆回购将到期320亿元，其中7天逆回购到期320亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周一（3月13日）央行7天逆回购净投放340亿元，14天逆回购净投放0亿元。

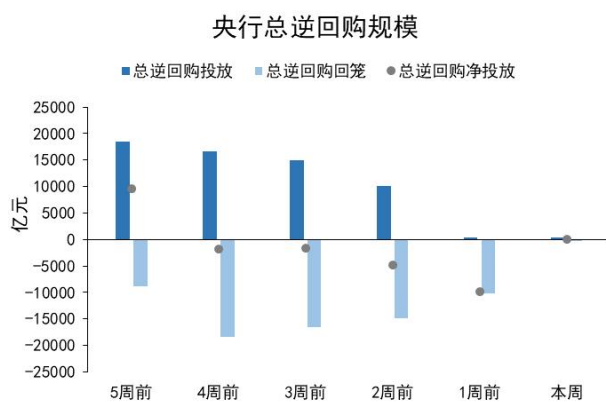
上周（3月6日-3月10日），银行间市场质押回购平均日均成交7.02万亿，较前一周（2月27日-3月3日，5.37万亿）增加1.65万亿。隔夜回购占比为89.5%，较前一周（85.4%）上升4.1pct。

图28：“三档两优”准备金体系



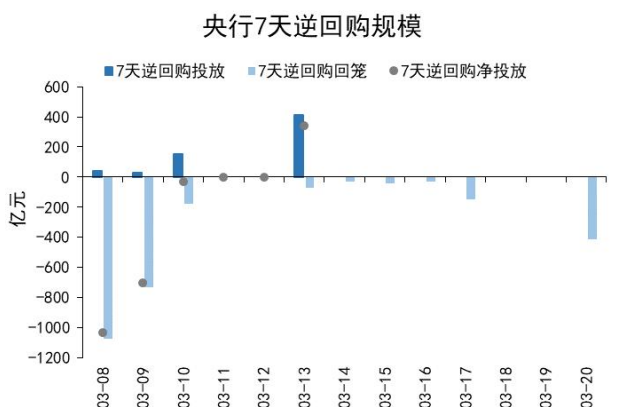
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图29：央行逆回购规模（本周投放截至周一）



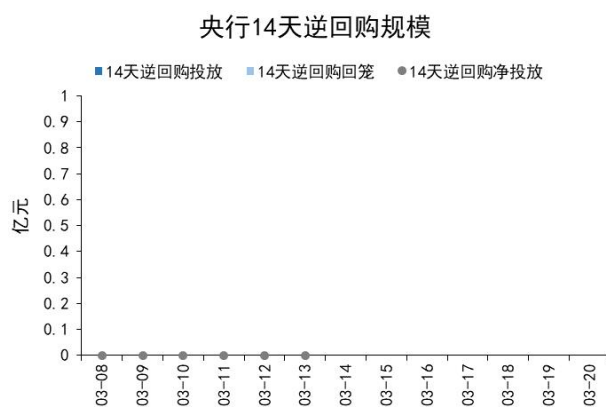
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图30：7天逆回购到期与投放



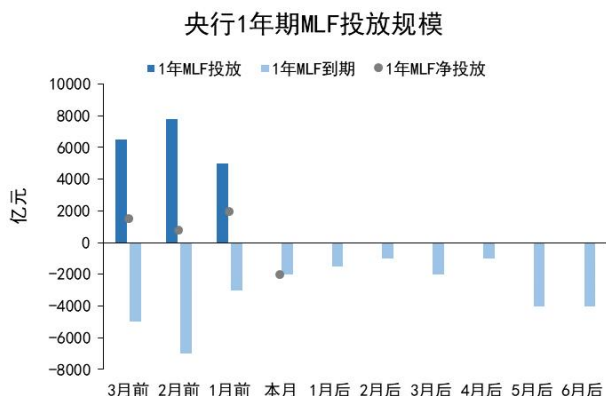
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图31：14天逆回购到期与投放



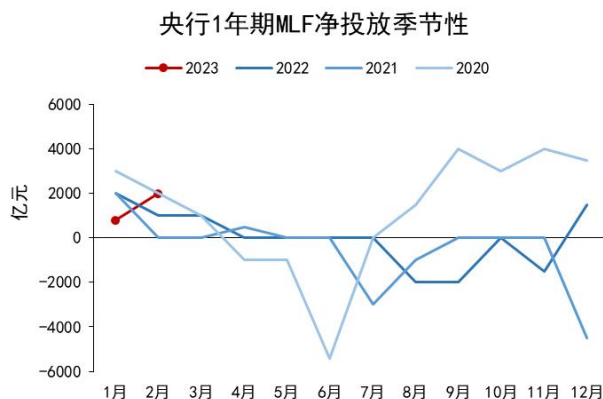
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图32: MLF 投放跟踪



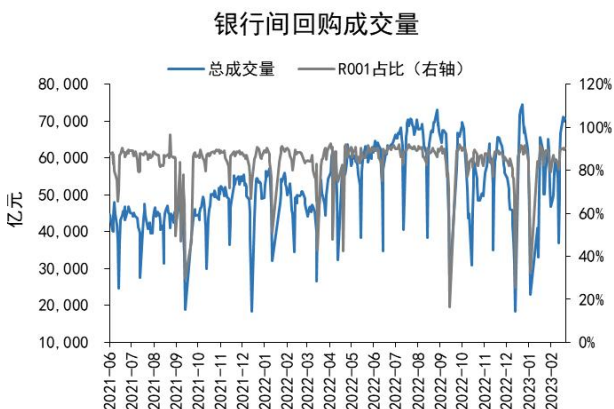
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图33: MLF 投放季节性



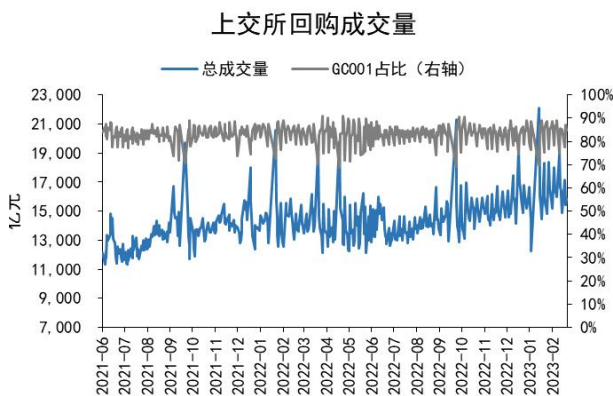
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图34: 银行间回购成交量



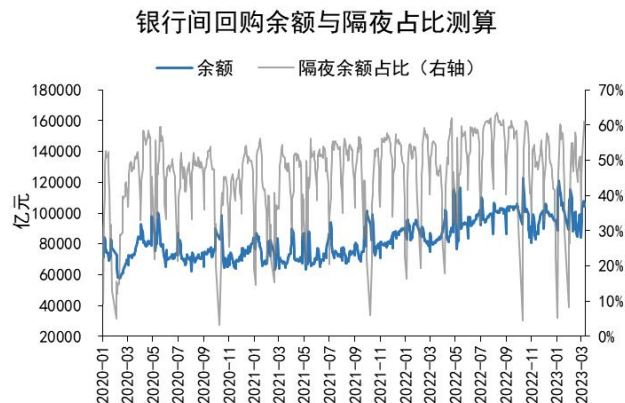
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图35: 上交所回购成交量



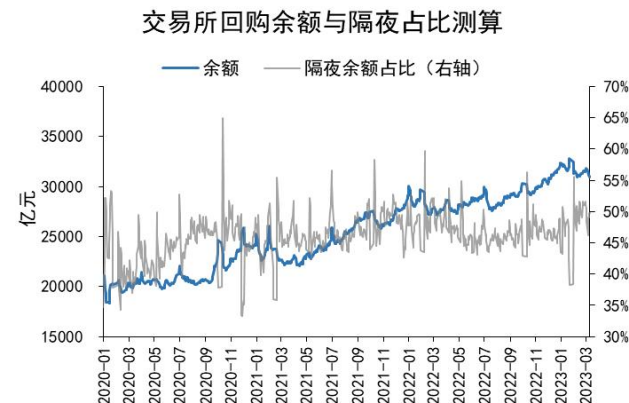
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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：政府债券融资增加

政府债上周（3月6日-3月10日）共计发行3749.9亿元，净融资2518.6亿元，较前一周（2月27日-3月3日）的-2098.8亿元大幅增加。本周计划发行2855.5亿元，净融资额预计为-214.1亿元。

同业存单上周（3月6日-3月10日）共计发行8691.8亿元，净融资3222.0亿元，较前一周（2月27日-3月3日）的-2984.8亿元大幅增加。本周计划发行1723.7亿元，净融资额预计为-4486.3亿元。本周同业存单到期量超6000亿元，提示关注潜在的资金面扰动。

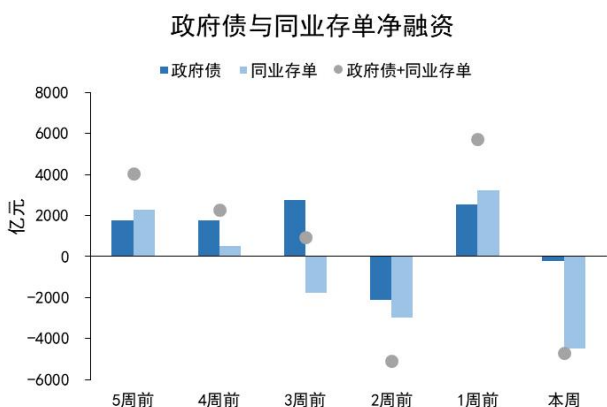
企业债券上周（3月6日-3月10日）共计发行4149.4亿元，净融资1146.9亿元，较前一周（2月27日-3月3日）的-205亿元有所增加。上周城投债融资贡献约91.8%。本周计划发行1079.8亿元，净融资额预计为-2734.1亿元。

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	73.3	-427.7	1760.0	866.7	357.9	357.9	363.7	-226.0	300.6	-587.6	2855.5	-214.1	3749.9	2518.6
国债	0.0	-501.0	1760.0	1107.0	0.0	0.0	0.0	-200.0	0.0	-888.2	1760.0	-482.2	2220.0	1368.3
地方政府一般债	0.0	0.0	0.0	-221.4	147.7	147.7	173.1	-35.4	150.0	150.0	470.8	-66.5	326.3	93.1
地方政府专项债	73.3	73.3	0.0	-18.9	210.2	210.2	190.5	9.3	150.7	150.7	624.7	334.6	1203.6	1057.3
同业存单	1723.7	1217.2	0.0	-919.8	0.0	-1784.7	0.0	-1900.4	0.0	-814.7	1723.7	-4486.3	8691.8	3222.0
企业债	696.4	-272.8	218.0	-208.8	79.3	-319.9	83.4	-576.5	2.7	-708.0	1079.8	-2734.1	4149.4	1146.9
城投债	322.8	-100.9	156.1	29.5	20.0	-100.6	3.0	-257.7	0.0	-174.1	501.9	-859.9	2150.2	1053.1
产业债	383.7	-161.8	81.9	-278.3	89.3	-189.3	72.6	-371.5	2.7	-538.8	630.1	-1931.9	2239.2	238.9

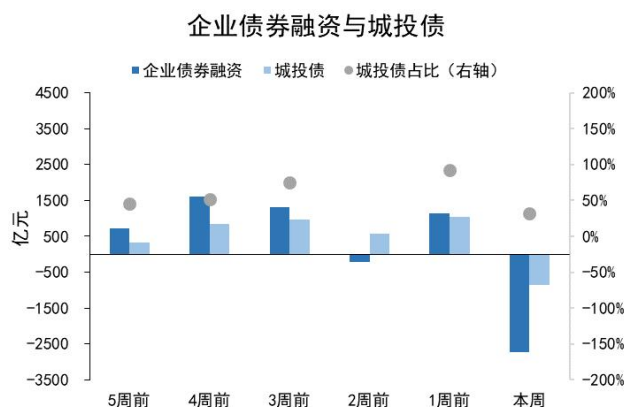
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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：人民币美元走势分化

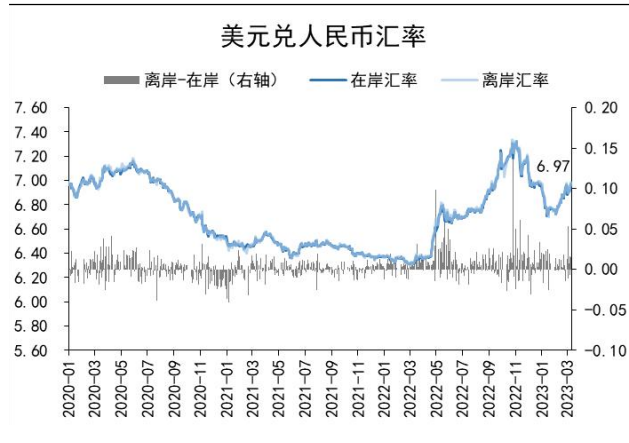
上周五（3月10日）人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周（3月3日）下行0.35至100.07，同期美元指数上行0.12至104.65。3月10日，美元兑人民币在岸汇率较3月3日的6.90上行约651基点至6.97，离岸汇率从6.91上行约705基点至6.98。

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