

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

预计全年将降准 2-3 次

2023 年 3 月 18 日

3月3日国新办新闻发布会上,易纲行长提出“用降准来提供长期流动性仍是一种较有效方式”,17日央行宣布全面降准0.25个百分点。本次降准在时点上超出市场预期,我们判断央行主要有三方面考量。

- **一是提振信心。**在社会各界、资本市场对政策发力和经济复苏犹疑观望的关口,及时出手,超预期降准,有效提振大家对经济持续复苏的信心。去年末以来重大会议对于今年货币政策的定调积极,但开年以来,不少市场人士感到货币政策操作低于预期,一大根据是资金面在多数时期维持“紧平衡”。2月各项经济、金融数据修复成色较好,市场仍在观望经济复苏的持续性。央行在这一时点降准,既能稳固市场的乐观预期,又能切实解决金融机构的中长期资金需求,更好地支持实体经济。
- **二是形成合力。**打好宏观政策组合拳,尤其是与财政赤字、专项债、贴息等财政工具做好协调配合,共同形成服务实体经济的合力。今年赤字率、新增专项债限额均较去年有所提高,对应政府债发行规模较大,央行降准能够有效配合财政发力。需要注意的是,贴息也是今年财政政策发力的重要工具。我们研究发现,今年的贴息工具不仅有全国统一性的,也有地方专属性的,政策受众面广、支持力度较大,这恰好体现了货币政策“精准有力”的要求。
- **三是创造条件。**考虑到信贷快速增长派生存款、居民超额储蓄推高存款等因素可能造成准备金缺口,降准释放长期资金约5200亿元,为信贷持续强势增长扫除了障碍,创造了条件。以各项存款为基础,调整口径后可测算得到存款准备金的缴存规模。计算结果显示,央行本次全面降准0.25个百分点,可释放长期资金约5200亿元。加上3月13日以来央行各项公开市场操作(逆回购、MLF净投放7120亿元),本月下旬央行释放资金共计超过1万亿元,进一步为信贷持续强势增长解除了流动性约束。
- **预计全年将降准 2-3 次。**我们测算得出,今年由于缴准基数扩张造成的银行间流动性缺口约为1.7万亿元。这意味着,本次降准后,央行或仍将采取1-2次降准(一次0.25%,释放长期资金约5000-5500亿元),来对冲这一缺口。去年两会后,央行在4月份集中设立了多项再贷款工具,下半年重启PSL以支持政策性金融工具,我们仍需关注央行下一步政策动态来判断潜在降准空间。时点上看,今年四季度MLF到期规模高达2万亿,届时存在降准置换的可能。其他工具上,我们判断短期内央行降息、LPR单边下调的可能性不大,但在贴息政策支持下,实体融资成本有望继续降低,进一步推动信用扩张。
- **风险因素:**国内政策推出不及预期,美欧经济衰退等。

目录

| | |
|-----------------------|---|
| 一、央行超预期降准的三点考量 | 3 |
| 四、预计全年将降准 2-3 次 | 7 |
| 风险因素 | 9 |

图目录

| | |
|--|---|
| 图 1: 2020 年以来历次降准定调以及央行实际操作 | 3 |
| 图 2: 今年以来, 资金面在多数时期维持“紧平衡” | 4 |
| 图 3: 降准能够为经济进一步修复提供有力支持 | 4 |
| 图 4: 全国层面统一的贴息政策一览 | 5 |
| 图 5: 地方专属贴息政策一览 | 6 |
| 图 6: 截至今年 1 月末, 住户存款增速仍位于高位 | 7 |
| 图 7: 各项存款、M2 以及存款准备金缴存范围 | 7 |
| 图 8: 历史上, 准备金缴存基数增速与 M2 增速水平基本相当 | 8 |
| 图 9: 今年四季度将再度迎来 MLF 到期高峰, 总规模高达 2 万亿 | 8 |
| 图 10: 近期海外不确定因素较多, 外汇市场波动较大 | 9 |
| 图 11: 贴息政策支持下, 实体融资成本有望继续降低 | 9 |

事件：

3月17日，中国人民银行官网发布公告，决定于2023年3月27日全面降准0.25个百分点。

一、央行超预期降准的三点考量

3月3日国新办新闻发布会上，易纲行长提出“用降准来提供长期流动性仍是一种较有效方式”，两周后央行落实操作。2020年以来的历次降准，基本都由国常会等重要会议提前释放信号，央行随后落实操作。两者间的时差能够为央行观察市场反应、制定政策细节留出决策时间，这也是央行反复强调的“增强货币政策前瞻性”。期间仅2020年6月17日国常会提出“综合运用降准”后，央行未采取相应操作。今年3月3日，易纲行长在国新办新闻发布会上回答记者提问时，提出“过去五年，通过14次降准，不到8%的法定存款准备金率，不像过去那么高了，但是用降准的办法来提供长期的流动性，支持实体经济，综合考虑还是一种比较有效的方式，使整个流动性在合理充裕的水平上”。

图 1：2020 年以来历次降准定调以及央行实际操作

| 定调时间 | 相关表述 | 央行公告时间 | 具体操作 |
|------------|---|----------------|---|
| 2023/3/3 | 国新办新闻发布会上易纲行长发言：用降准的办法来提供长期的流动性，支持实体经济，综合考虑还是一种比较有效的方式，使整个流动性在合理充裕的水平上。 | 2023/3/17(周五) | 2023/3/27 全面降准0.25个百分点，下调后金融机构加权存款准备金率约为7.6%。 |
| 2022/11/23 | 国常会：适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕 | 2022/11/25(周五) | 2022/12/5 全面降准0.25个百分点。共释放长期资金约5000亿元，下调后金融机构加权存款准备金率约为7.8%。 |
| 2022/4/13 | 国常会：适时运用降准等货币政策工具 | 2022/4/15(周五) | 2022/4/25 全面降准0.25个百分点，部分城商行额外多降0.25个百分点。共释放长期资金约5300亿元，下调后金融机构加权存款准备金率为8.1%。 |
| 2021/12/3 | 李克强总理会见IMF总裁：将适时降准，加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度 | 2021/12/6(周一) | 2021/12/15 全面降准0.5个百分点。共释放长期资金约1.2万亿元，下调后金融机构加权存款准备金率为8.4%。 |
| 2021/7/7 | 国常会：适时运用降准等货币政策工具 | 2021/7/9(周五) | 2021/7/15 全面降准0.5个百分点。共释放长期资金约1万亿元，下调后金融机构加权存款准备金率为8.9%。 |
| 2020/6/17 | 国常会：综合运用降准、再贷款等工具 | 无 | 央行未采取降准操作。 |

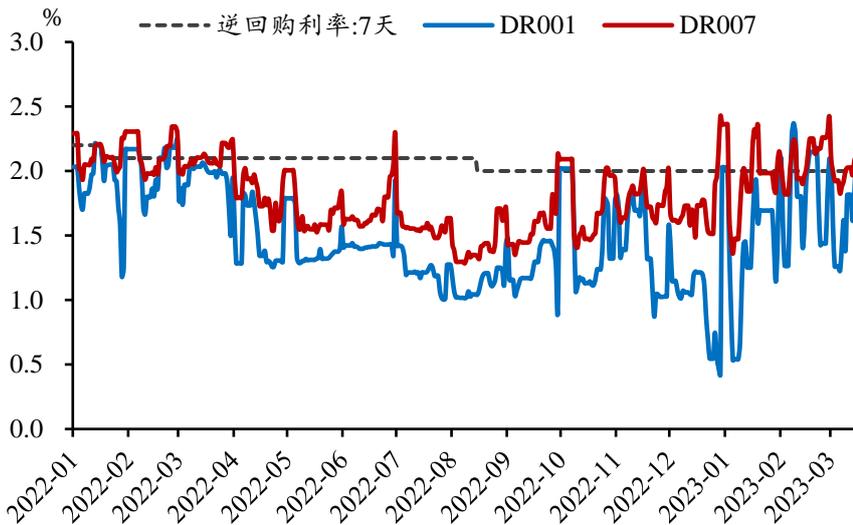
资料来源：国常会、中国人民银行、中国经济网，信达证券研发中心

央行实施降准，主要有三方面考量。

一是提振信心。在社会各界、资本市场对政策发力和经济复苏犹疑观望的关口，及时出手，超预期降准，有效提振大家对经济持续复苏的信心。

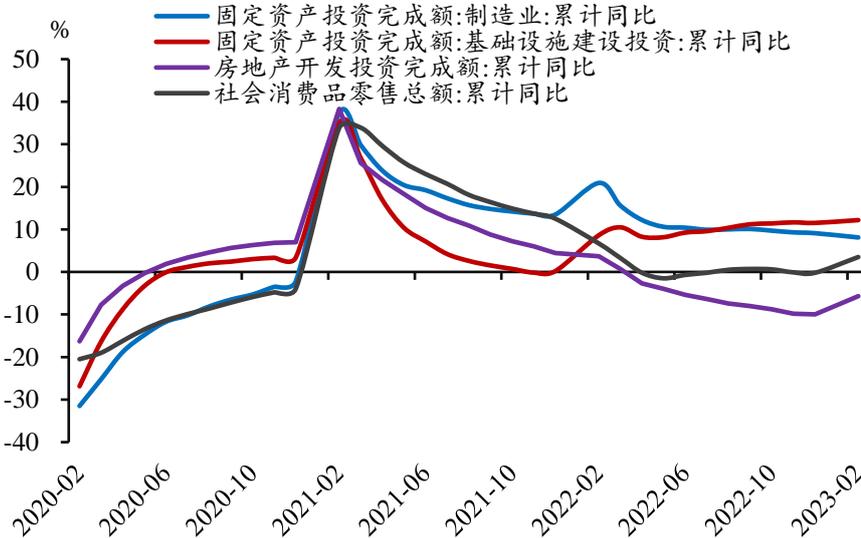
去年末以来重大会议对于今年货币政策的定调积极，包括中央经济工作会议和两会政府工作报告中强调“稳健的货币政策要精准有力”，央行在四季度货币政策执行报告中明确要以稳增长、扩大内需、稳固政策持续性为总基调。但开年以来，不少市场人士感到货币政策操作低于预期，一大根据是资金面在多数时期维持“紧平衡”。3月至今DR007小幅回落后反弹至7天OMO利率上方，资金面再度呈现收紧态势。央行在这一时点采取降准操作，既能稳固市场对经济复苏预期，又能切实解决金融机构的中长期资金需求，更好地支持实体经济。

图 2：今年以来，资金面在多数时期维持“紧平衡”



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：降准能够为经济进一步修复提供有力支持



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二是形成合力。打好宏观政策组合拳，尤其是与财政赤字、专项债、贴息等财政工具做好协调配合，共同形成服务实体经济的合力。

今年赤字率按 3% 安排(去年实际数为 2.8%)，新增专项债限额 3.8 万亿元(去年为 3.65 万亿+5000 亿结存限额)，对应国债和地方政府债发行规模较高，央行降准能够有效配合财政发力。

我们认为，贴息也是财政政策发力的重要工具。此前，财政部部长刘昆在全国财政工作会议上简单提到了贴息的两大方向，一是出台实施税费减免、创业担保贷款贴息等政策，二是鼓励有条件的地区对绿色智能家电、绿色建材、节能产品等予以适当补贴或贷款贴息。我们研究发现，今年的贴息工具，不仅有全国统一性的，包括创业担保贷款、民族商贸贷款贴息、支农和扶贫贷款贴息等(图 4)。也有地方专属性的，政策受众面广、支持力度较大(图 5)。从作用上看，贴息政策相当于对相关领域定向降息，贴息力度远大于降息力度，能够有效撬动目标领域信贷增长，恰好体现了货币政策“精准有力”的要求。

图 4：全国层面统一的贴息政策一览

| 政策类别 | 地区 | 政策文件 | 实施期限 | 主要内容 |
|-----------|--------|-------------------------------------|----------------------------|--|
| 创业担保贷款 | 四川省成都市 | 《关于进一步加大创业担保贷款贴息力度全力支持重点群体创业就业的通知》 | 2021年9月发布，暂未划定实施期限 | 额度与期限： 个人最高可申请贷款20万元；小微企业最高不超过300万元；贷款期限个人最长不超过3年，小微企业最长不超过2年。 贴息方式： 贷款利率上限不超过LPR+150BP，财政部门按照合同约定的LPR进行贴息。 |
| | 广东省 | 《关于创业担保贷款担保基金和贴息资金管理办法（修订稿）》 | 2022年10月发布，有效期5年 | 额度与期限： 个人最高可申请贷款30万元，创办企业带动5人以上就业的借款人，额度可提高至50万元；小微企业最高不超过500万元；贷款期限个人最长不超过3年，小微企业最长不超过2年。 贴息方式： 贷款利率不超过LPR+50BP，LPR-150BP以下部分由借款人和借款企业承担，剩余部分财政给予贴息。 |
| | 天津市 | 《天津市创业担保贷款管理办法》 | 2020年4月1日起施行，至2023年3月31日废止 | 额度与期限： 个人最高可申请贷款30万元，重点创业群体、“项目+团队”成员可申请最高额度上浮至50万元；小微企业最高不超过300万元。贷款期限个人最长不超过3年，小微企业最长不超过2年。 贴息方式： 贷款利率不超过LPR+100bp，对个人贷款给予全额贴息，对小微企业贷款按合同签订日1年期LPR的50%给予贴息。 |
| 民族商贸贷款贴息 | 河北省 | 《河北省民族贸易和民族特需商品生产贷款贴息管理办法》 | 2022年12月14日起施行，有效期5年 | 贴息率 不高于2.88%， 贴息上限 由所在地财政确定，最高不超过1000万元，增强贷款贴息政策的普惠性。 |
| | 内蒙古自治区 | 《民族贸易和民族特需商品生产贷款贴息资金管理实施细则》 | 2022年10月5日起执行，实施至2025年 | 贴息率 不高于2.88%，低于2.88%贷款利率的按实际贷款利率给予财政贴息。 实际贷款利率 参考1年期LPR加减点确定。 贴息上限 为单户企业每年贴息金额不超过600万元（含）。 |
| | 黑龙江省 | 《黑龙江省民族贸易和民族特需商品生产贷款贴息引导支持资金管理实施细则》 | 2022年10月起执行，实施至2025年 | 贴息率 不高于2.88%。实际贷款利率参考1年期LPR加减点确定。 贴息上限 为同笔贷款财政部门贴息总和不得超过贷款利息之和。 |
| 支农、扶贫贷款贴息 | 上海市 | 《青浦区都市现代农业发展专项项目》 | 自2021年4月1日起实施，有效期为5年 | 农业生产经营主体金融扶持项目。对符合条件的农业龙头企业、农民专业合作社和家庭农场农业生产经营贷款给予 财政贴息 和政策性农业信贷担保费财政补贴。 |
| | 浙江省嘉兴市 | 《嘉兴市级支持农业农村现代化示范市建设若干财政政策意见》 | 2023年至2025年 | 市财政对市级以上（含）领军农创客生产经营贷款按贷款基准利率给予 25%贴息 、每年最高2.5万元。 |
| | 福建省 | 《推进“一园两区”建设 加快农业现代化的若干措施》 | 适用于2021-2025年 | 可结合实际采取直接补助、政府购买服务、以奖代补、 贷款贴息 等方式，支持现代农业产业园有关项目。 |

资料来源：地方政府部门官网，信达证券研发中心

图 5：地方专属贴息政策一览

| 地区 | 政策文件 | 实施期限 | 受众范围 | 政策主要内容 |
|-----|---|--------------------------------------|--|---|
| 北京市 | 《关于推动“五子”联动对部分领域设备购置与更新改造贷款贴息的实施方案（试行）》 | 2023年1月1日至11月30日期间 | 支持科技创新、先进制造业、现代服务业、新型基础设施、节能降碳改造升级等9大领域34个细分领域设备购置与更新改造 | 对符合条件的项目贴息2.5个百分点，期限2年。贷款实际利率低于2.5%的按实际利率贴息。项目在政策期内实际设备采购金额应达到500万元及以上。 |
| 上海市 | 《上海市新型基础设施建设项目贴息管理指导意见》 | 2020年9月15日至2025年9月14日 | 1、新型网络基础设施（新网络） 2、新型科技基础设施（新设施） 3、新型平台基础设施（新平台） 4、新型终端基础设施（新终端） | 先付后贴，当合作银行优惠利率高于2%（含）时，资金管理部门在合作银行优惠利率基础上提供不高于1.5个百分点的利息补贴；当合作银行优惠利率低于2%时，利息补贴不高于优惠利率的50%，且合作银行优惠利率减去贴息后的实际利率不低于1%。 |
| 深圳市 | 《南山区促进产业高质量发展专项资金管理办法》 | 2022年11月印发，现行有效 | 初期小微企业、科技金融贷款、成长型企业、专精特新“小巨人”企业、有关工业企业、拟上市企业等 | 初期小微企业贴息比例70%，每年最高贴息总额50万元；专精特新“小巨人”企业贴息比例70%，每年最高贴息总额300万元；科技金融贷款贴息支持比例70%，每年最高贴息总额100万元。等等。 |
| 江苏省 | 《2023年度江苏省工业和信息化产业转型升级专项资金入库项目征集指南》 | 2022年11月2日起 | 省级专精特新小巨人企业 | 按不超过软硬件投入的20%、不超过贷款利息的40%予以补助，两者合计单个项目支持额度最高不超过500万元。 |
| 福建省 | 《福建省加快生物医药产业高质量发展的实施方案》 | 2022至2025年 | 生物医药领域 | 对符合条件的项目给予企业技改设备投资奖补、技改项目融资贴息等政策支持。省级财政按项目设备投资额不超过5%的比例给予补助，单个企业最高不超过500万元，省级工业龙头企业不超过1000万元。 |
| | 《福建省发展和改革委员会关于加快推动锂电新能源新材料产业高质量发展的实施意见》 | 印发之日（2022年12月14日）起施行，有效期至2025年12月31日 | 锂电新能源新材料领域 | 鼓励各地对锂电新能源新材料领域生产基地、生产制造、共享储能、电池银行和换电业务等重大建设项目，给予相应贴息支持，多举措降低综合融资成本。 |
| 山东省 | 《山东省先进制造业投融资三年行动计划》 | 2022年12月印发，3年有效 | 先进制造业 | 做大技改信贷规模，发挥“技改专项贷”贴息和担保费补助政策的引导作用。对投资额5000万元以上的重大技术改造项目，省财政按银行最新一期的一年期LPR的35%，给予最高2000万元贴息支持。鼓励各市对投资5000万元以下的技术改造项目给予相关政策支持，推动全省技改贷款持续增长。 |

资料来源：地方政府部门官网，信达证券研发中心

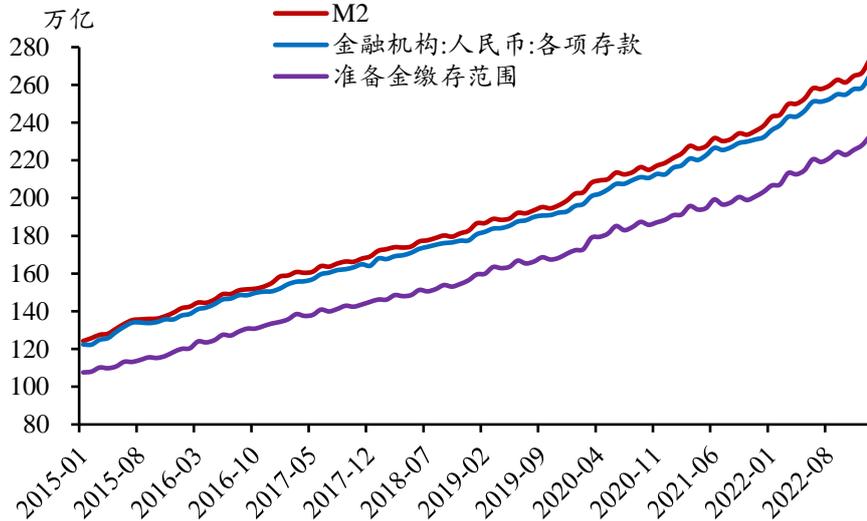
三是创造条件。考虑到信贷快速增长派生存款、居民超额储蓄推高存款等因素可能造成准备金缺口，降准释放长期资金约 5200 亿元，为信贷持续强势增长扫除了障碍，创造了条件。

可能造成金融机构出现准备金缺口的原因，一是如前文所述，信用扩张、政府债发行会消耗银行的超储。二是居民超额储蓄推高存款，造成银行需要缴纳的法定存款准备金增多，从而导致流动性进一步收紧。截至今年 1 月末，住户存款同比增速位于 17.3% 的高位，居民储蓄意愿仍待松动。

以各项存款为基础，调整口径后可测算得到存款准备金的缴存规模。计算结果显示，央行本次全面降准 0.25 个百分点，可释放长期资金约 5200 亿元。加上 3 月 13 日以来央行各项公开市场操作（逆回购、MLF 净投放 7120 亿元），本月下旬央行释放资金共计超过 1 万亿元，进一步为信贷持续强势增长解除了流动性约束。

图 6：截至今年 1 月末，住户存款增速仍位于高位


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：各项存款、M2 以及存款准备金缴存范围


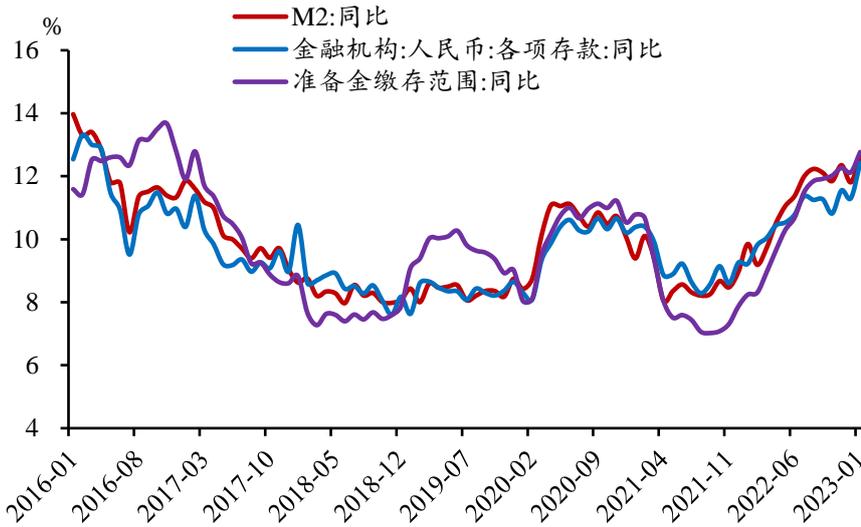
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

四、预计全年将降准 2-3 次

准备金缴存基数每年都在增长，2022 年底这一基数约为 228 万亿元。历史上，准备金缴存基数增速与 M2 增速水平基本相当（图 8），基于此，我们可以通过测算全年 M2 增速的方式来锚定准备金基数的增幅。测算结果显示，今年全年准备金基数或达到 250 万亿左右，同比增长约 22.7 万亿。按去年 11 月央行宣布降准后披露的 7.8% 的加权存款准备金率计算，今年由于准备金基数扩张造成的流动性缺口约为 1.7 万亿元。这意味着，本次降准后，央行或仍将采取 1-2 次降准（一次 0.25 个百分点，释放长期资金约 5000-5500 亿元），来对冲这一缺口。

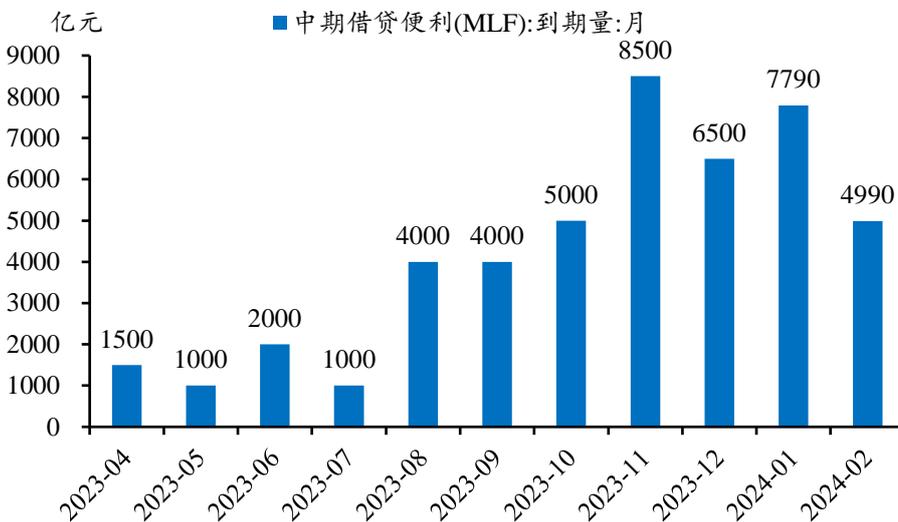
去年两会后，央行在 4 月份集中设立了多项再贷款工具，下半年重启 PSL 为政策性开发性金融工具提供资金。考虑到结构性货币政策工具同样能够投放较长期限流动性，与降准功能部分重合，我们仍需关注央行下一阶段的政策动态，来判断潜在的降准空间。时点上看，今年四季度将再度迎来 MLF 到期高峰，总规模高达 2 万亿，存在通过降准置换部分到期 MLF 的可能。

图 8：历史上，准备金缴存基数增速与 M2 增速水平基本相当



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：今年四季度将再度迎来 MLF 到期高峰，总规模高达 2 万亿



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

短期内央行降息的可能性不大。一是易纲行长在国新办新闻发布会上表态，“目前我们货币政策的一些主要变量的水平是比较合适的，实际利率的水平也是比较合适的”，从政策态度来看降息（MLF 利率）并非合意工具。二是近期海外不确定性因素较多，尤其是美国硅谷银行和欧洲瑞士信贷事件仍在发酵，市场对于美联储加息预期举棋不定，外汇市场波动较大（图 10）。当前局势下，中国央行动用总量利率工具的空间受限，必要性也相对不足。

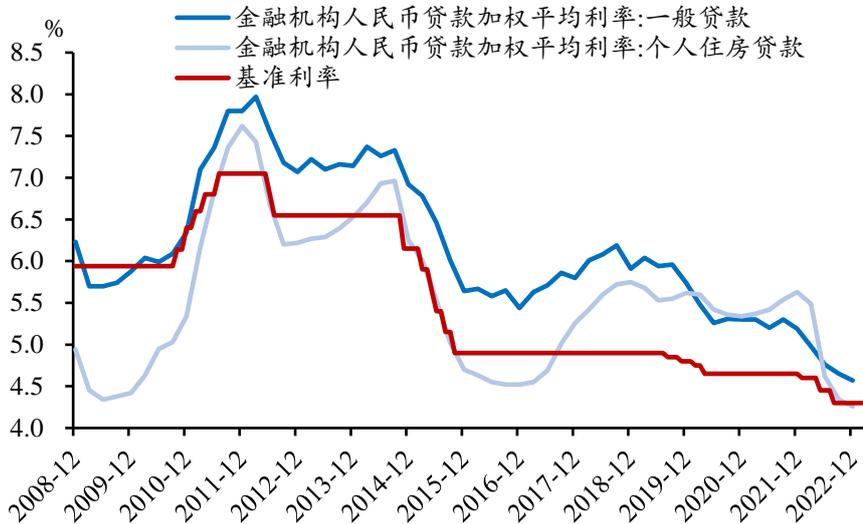
息差约束下，LPR 出现单边下调的可能性较低。但得益于贴息政策支持，我们判断实体融资成本有望继续降低，进一步推动信用扩张。去年 8 月以来，1 年期与 5 年期 LPR 报价始终保持不变，截至去年末商业银行净息差低至 1.91%。在不下调 MLF 利率的前提下，我们认为 LPR 单边下调的可能性较低。但在贴息政策的支持下，实体融资成本有望继续降低，进一步推动信用扩张。

图 10: 近期海外不确定因素较多, 外汇市场波动较大



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 贴息政策支持下, 实体融资成本有望继续降低



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

国内政策推出不及预期, 美欧经济衰退等。

研究团队简介

解运亮，中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|----------|-----|-------------|--|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hangjiuyue@cindasc.com |
| 华北区销售总监 | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售副总监 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北区销售 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北区销售 | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com |
| 华北区销售 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 樊荣 | 15501091225 | fanrong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 秘侨 | 18513322185 | miqiao@cindasc.com |
| 华北区销售 | 李佳 | 13552992413 | lijia1@cindasc.com |
| 华北区销售 | 张澜夕 | 18810718214 | zhanglanxi@cindasc.com |
| 华东区销售总监 | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东区销售副总监 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东区销售 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售 | 朱尧 | 18702173656 | zhuyao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 方威 | 18721118359 | fangwei@cindasc.com |
| 华东区销售 | 俞晓 | 18717938223 | yuxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李贤哲 | 15026867872 | lixianzhe@cindasc.com |
| 华东区销售 | 孙僮 | 18610826885 | suntong@cindasc.com |
| 华东区销售 | 贾力 | 15957705777 | jiali@cindasc.com |
| 华东区销售 | 石明杰 | 15261855608 | shimingjie@cindasc.com |
| 华东区销售 | 曹亦兴 | 13337798928 | caoyixing@cindasc.com |
| 华南区销售总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘韵 | 13620005606 | liuyun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 胡洁颖 | 13794480158 | hujieying@cindasc.com |
| 华南区销售 | 郑庆庆 | 13570594204 | zhengqingqing@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘莹 | 15152283256 | liuying1@cindasc.com |
| 华南区销售 | 蔡静 | 18300030194 | caijing1@cindasc.com |
| 华南区销售 | 聂振坤 | 15521067883 | niezhenkun@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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任何责任，投资者需自行承担风险。