

宏观专题报告

2023年04月21日

人民币国际化的现实路径与未来空间

核心内容:

2022年以来,全球地缘政治冲突加剧,金融制裁成为工具,此后美联储加息对全球金融市场与经济运行形成巨大冲击,导致国际社会对于货币多元化的需求显著攀升,人民币国际化迎来新的机遇。

自2014年中央文件首次提出“稳步推进人民币国际化”以来,人民币国际化的路径越来越清晰。目前看,大宗商品计价、双边贸易本币结算,以及新型跨境支付系统(如多边央行数字货币桥)可能是发展的重点路径。可以从跨境收支付功能、储备功能和投融资功能三项指标来分析人民币国际化的程度。目前人民币在全球贸易结算、储备、投融资领域所占比例仍然有限,但成长速度明显。

1. 跨境收支付功能: 根据 SWIFT 数据,人民币占全球支付比例从 2009 年的 0.1% 上升至 2021 年的 2.42%。《2022 年人民币国际化报告》显示,2021 年人民币跨境收付金额合计为 36.61 万亿元,同比增长 29.0%。其中实收 18.51 万亿元,同比增长 31.3%; 实付 18.10 万亿元,同比增长 26.7%, 收付比为 1:0.98, 净流入 4044.70 亿元, 上年同期为净流出 1857.86 亿元。人民币跨境收付占同期本外币跨境收付总额的 47.4%, 较 2020 年全年提高 1.2 个百分点。2021 年直接投资人民币跨境收付金额合计为 5.8 万亿元, 同比增长 52.3%。其中, 对外直接投资人民币跨境收付金额 1.64 万亿元, 同比增长 56.2%; 外商直接投资人民币跨境收付金额 4.16 万亿元, 同比增长 50.7%。

2. 储备功能: 根据 IMF 数据, 2022 年全球央行共持有外汇储备 11 万亿美元, 其中人民币规模为 2984.35 亿美元, 占比 2.49%, 较 2016 年刚加入 SDR 时提升 1.60 个百分点, 在主要货币中排名第五位。

3. 投融资功能: 2022 年末中国债券都已经纳入三大主要国际债券指数。此外境外主体持有的境内人民币资产的余额达到了 9.6 万亿元, 其中股票和债券规模分别为 3.2 万亿元和 3.5 万亿元, 比 2016 年同期增长了 392% 和 306%。融资方面, 境外发行人在我国债券市场累计发行 6300 亿元人民币熊猫债。直接投资方面, 2012 至 2022 年中国对外投资增长 51%, 而对外直接投资人民币跨境结算量增长 4151%。2022 年, 我国对外非金融类直接投资额达 1168.5 亿美元, 其中人民币结算部分为 1239.5 亿人民币, 大约占总投资的 15.6%。

人民币国际化的未来空间: 首先国家综合实力是最终的决定因素, 以中国为代表的新兴经济体发展最终会推动国际货币多元化。其次, 世界数字技术的快速进步, 也是打破单极格局的新生力量。最后国际货币也都会受到国际收支平衡的约束。例如美国为全世界提供美元, 会导致美国经常账户长期处于逆差状态, 即面临“特里芬难题”。这意味着随着人民币国际化进程的推进, 中国金融账户的净流入会增加, 但经常账户余额将趋于缩小, 体现为出口与世界更为同步, 进口与出口之间更趋平衡。

风险提示: 地缘政治事件、全球经济衰退

分析师

高明

☎: (8610) 80927606

✉: gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522120001

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

詹璐

☎: (86755) 8345 3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522110001

研究助理: 于金潼

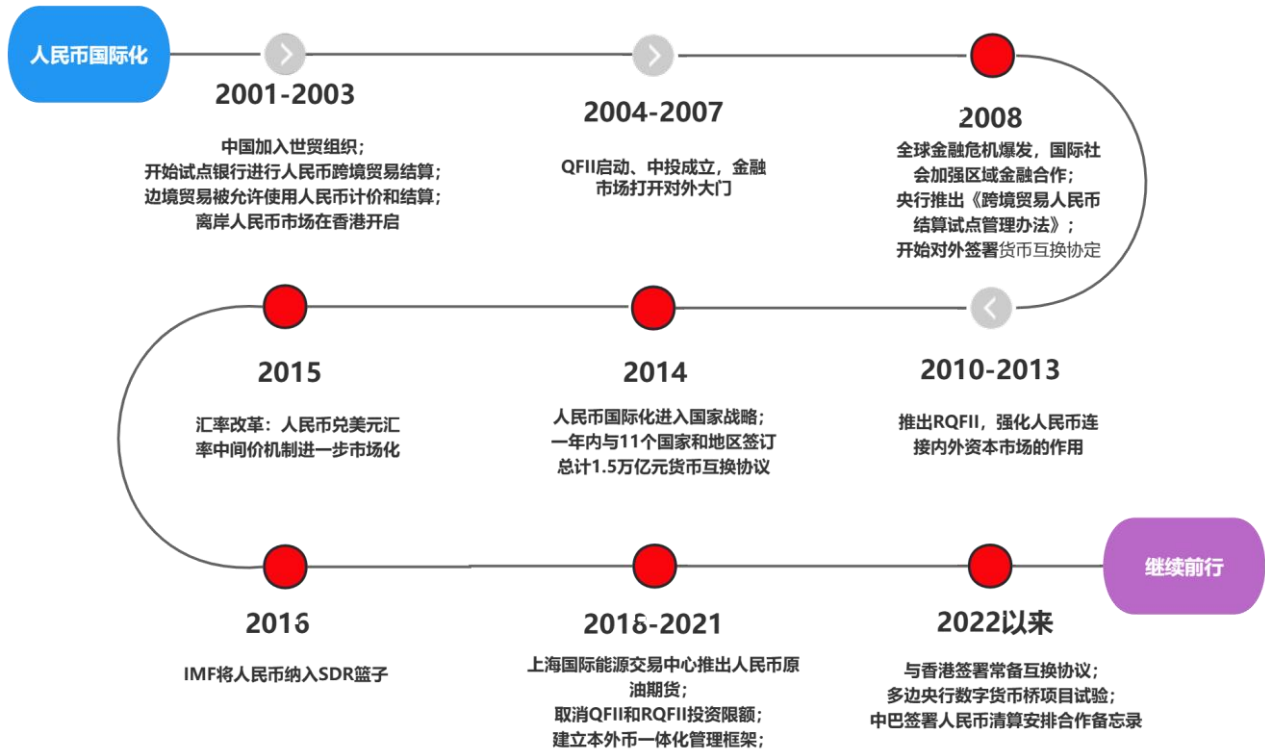
特别感谢: 铁伟奥、吕雷

目 录

一、人民币国际化历程回顾	3
(一) 2001 年至 2007 年开始逐步开放	3
(二) 2008 年至 2015 年进入战略发展	3
(三) 2016 年至 2022 年路径更加清晰	4
二、人民币国际化的当前路径	5
(一) 大宗商品计价与双边贸易本币结算	5
(二) 新型跨境支付系统——多边央行数字货币桥	5
三、人民币的跨境收支、储备与投融资功能	8
(一) 跨境收支功能	8
(二) 储备功能	8
(三) 投融资功能	8
四、人民币国际化的未来空间	8
(一) 国际收支平衡是长期约束条件	8
(二) 国家综合实力是最终决定因素	10

一、人民币国际化历程回顾

图 1：人民币国际化主要事件的时间表



资料来源：中国银河证券研究院

（一）2001 年至 2007 年开始逐步开放

2001 年，中国加入世贸组织，根据约定需在在合理时间内实现货币可兑换。

2002 年，国家外汇局推出试点计划，允许选定银行使用人民币进行跨境贸易结算。

2003 年，开始允许在边境贸易中使用人民币计价和结算，允许边境地区境外贸易机构到境内银行开立人民币结算账户，支持边境地区的双边银行展开合作，建立人民币结算代理业务关系；同年内地开始为香港人民币存款、兑换和汇款等业务提供清算安排，香港的离岸人民币市场得到发展先机。

2004 年，开始为澳门提供人民币业务清算安排。

2005 年，合格境外机构投资者（QFII）计划启动，允许经批准的境外投资者使用人民币购买中国股票和债券；同年中国银行间外汇市场启动外汇交易。

2007 年，中国投资公司（CIC）成立，负责管理国家外汇储备并将其投资到海外。

（二）2008 年至 2015 年进入战略发展

期间人民币国际化进入国家战略，离岸人民币市场持续发展，多项货币互换协议签署。

2008年，国际金融危机的爆发使得加强区域金融合作和保持汇率稳定的重要性显著提升。中国人民银行在当年推出了《跨境贸易人民币结算试点管理办法》，同年开始与其他国家签署货币互换协定。

2010年，开始允许香港的部分银行开展人民币业务，包括存款、贷款和贸易结算，这是人民币国际化的重要一步，也强化了香港作为中国金融中心的属性和经济门户的地位。

2011年，我国推出了人民币合格境外机构投资者计划（RQFII），使得外资能运用境外人民币资金进行境内投资，进一步强化了国内外金融市场的对接，拓展了人民币国际化的空间。

2014年，中央文件首次提出“稳步推进人民币国际化”，正式将人民币国际化确定为国家战略。同年，我国与11个国家和地区签订了总计1.485万亿元的货币互换协议，创历史记录。

2015年，我国正式启动第一期人民币跨境支付系统（CIPS），进一步整合现有人民币跨境支付结算渠道和资源，满足各种人民币业务发展需要，为世界提供人民币结算平台。2015年，人民币使用也达到阶段性峰值，人民币结算的跨境投资额（包含FDI和ODI）达到5585亿元，人民币结算的跨境贸易额达到1.87万亿元。

2016年，国际货币基金组织（IMF）将人民币纳入特别提款权（SDR）篮子，确认人民币在全球金融体系中的作用。

（三）2016年至2022年路径更加清晰

2015年8月11日的汇率制度改革影响了人民币国际化的进程。汇率改革引发人民币汇率剧烈波动，降低了投资人和交易商的信心，也削弱了人民币的国际使用量。在此期间人民币跨境结算投资额累计跌幅90%，跨境人民币贸易货物结算量下降60%，金融账户在2015年至2016年出现大规模净流出。面对这一次较大幅度冲击，中国在经常账户和金融账户两方面都出台了新措施。

一是以人民币计价石油为试点，持续推进双边贸易本币结算。上海国际能源交易中心（INE）在2018年3月26日推出以人民币计价的原油期货合约。在上市后短短8个月之内，INE原油期货成交量就超过了迪拜商品交易所，成为全球第三大原油期货交易市场。人民币在跨境贸易中作为结算货币的金额也稳步回升。同时，石油等战略商品的定价和计价权对国家战略安全至关重要。

二是进一步放开资本与金融项目，使境外投资者可以更便捷投资境内资产和开展业务。2019年9月，国家外汇局取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）的投资额度限制，同时取消RQFII的试点国家和地区限制。2021年，中国人民银行和国家外汇局发布了《关于支持新型离岸国际贸易发展有关问题的通知》和《关于银行业金融机构境外贷款业务有关事宜的通知》两项通知，针对新型离岸国际贸易业务，建立本外币一体化管理的银行境外贷款政策框架，使得市场主体在办理跨境业务时更加便利。2022年7月，中国人民银行与香港金管局签署常备互换协议，互换规模由原来的5000亿元人民币/5900亿港元扩大至8000亿元人民币/9400亿港元，这也是中国人民银行的首次常备互换协议。

总体而言，人民币国际化已经取得一定成果，但依然任重道远。根据中国银行跨境人民币指数，自人民币被纳入特别提款权篮子之后，指数累计上涨 25%。截至 2021 年末，中国人民银行已经与累计 40 个国家和地区的中央银行或货币当局签署双边本币互换协议，总金额超过 4.02 万亿元，有效金额 3.54 万亿。2022 年，国际货币基金组织将人民币在 SDR 中的权重由 10.92% 上调至 12.28%，仍然处于第三位。

二、人民币国际化的当前路径

2022 年，受到地缘政治冲突加剧和美国加息等因素影响，国际社会对于货币多元化的需求攀升，人民币国际化迎来新的机遇。目前来看，大宗商品计价与双边贸易本币结算以及建设新型跨境支付系统可能是发展的重点路径。

（一）大宗商品计价与双边贸易本币结算

俄罗斯被踢出 SWIFT 迫使中俄贸易转向其他付款方式，包括人民币跨境银行间支付系统（CIPS）。2022 年俄乌冲突以来，人民币的贸易结算总量增加了 41%。根据 SWIFT 贸易融资数据，人民币在市场价值中的份额已从 2022 年 2 月不到 2% 上升至一年后的 4.5%。2022 年，我国与俄罗斯双边贸易额上升到创纪录的 1850 亿美元，CIPS 总结算额达到 97 万亿人民币，同比增长 21%。2022 年 9 月，中石油与俄罗斯天然气股份有限公司签署了《中俄东线天然气购销协议》，包含了未来中国将使用卢布和人民币各 50% 的比例支付天然气供气费用。

中国作为大宗商品买方的力量正在显现，人民币正在通过计价大宗商品提升自身地位，既能促进能源安全又有助于保持汇率稳定。2022 年 6 月，印度国内最大水泥厂 UltraTech Cement 从俄罗斯购买煤炭，双方约定用人民币计价结算。2022 年 7 月，澳大利亚必和必拓启动了在中国港口的铁矿石人民币现货贸易。2023 年 3 月 28 日，中法完成首单液化天然气人民币结算交易，交易量为 6.5 万吨，这也是以人民币结算的第一笔液化天然气交易，法国成为第一个签署允许以人民币支付而非美元或欧元贸易协议的欧洲国家。

2023 年，世界多国都进一步认识到货币多元化对于维护自身经贸安全的重要性。2023 年 3 月 28 日，东盟各国讨论如何减少金融交易对美元、欧元、日元和英镑的依赖，转向以当地货币结算。4 月 4 日，马来西亚总理安瓦尔表示“马来西亚没有理由继续依赖美元”，并已向中国提出了成立“亚洲货币基金”的构想，马来西亚央行已开始与中国讨论，令两国贸易可以用林吉特和人民币结算。4 月 13 日，巴西总统卢拉在访华时呼吁金砖国家用本币结算；事实上在卢拉到访中国之前，中巴两国已经达成建立人民币清算安排的合作备忘录。中国工商银行（巴西）有限公司也成功办理首笔跨境人民币结算业务。

（二）新型跨境支付系统——多边央行数字货币桥

为推动人民币被国际社会广泛接受，需要建立新型跨境支付系统。多边央行数字货币桥可能是未来跨境转账的理想载体。现有以美元为主的 SWIFT+CHIPS+Fedwire 系统，清算结算过程复杂，参与方众多，且清算和结算均在单一境内，导致跨境支付渠道容易被“武器化”。2022 年 10 月 26 日，香港金融管理局、泰国中央银行、阿拉伯联合酋长国中央银行以及中国人民银行数字货币研究所公布了联合发起的多边央行数字货币桥研究项目（m-CBDC Bridge）试验结果。该项目共有 20 家商业银行参与，使用真实客户交易信息在 6 周内进行 160 笔跨境

支付和外汇同步交收业务，折合人民币月 1.5 亿元。通过多边央行数字货币桥研究项目，各国央行可以在互信的基础上相互交换各自发行的数字货币，实现数字货币的跨境支付和清算。

图 2: 多边央行数字货币桥参与商业银行

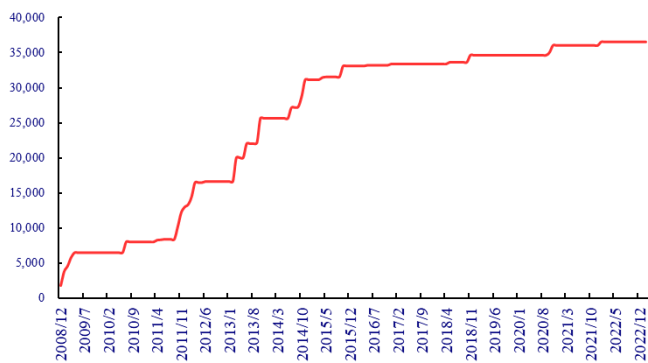


资料来源: BIS, 中国银河证券研究院

数字货币桥将商业银行点对点连接，显著降低跨境转账的复杂性；多中心化特征也避免了国家被制裁导致跨境转账受阻的可能。数字货币桥使用基于分布式账本技术（DLT）的共同平台进行跨境支付试验，利用多中心（央行）记账方式实施在同一平台完成跨境货币互换以及清算和结算。参与方仅为各国央行和商业银行，无需代理行参与。具体模式为企业在商业银行进行跨境转账操作，付款方商业银行与收款方商业银行直接点对点对接，在付款方银行账户扣除数字货币存款后，接收方银行账户可直接接收汇款；各家央行同时进行结算和清算。

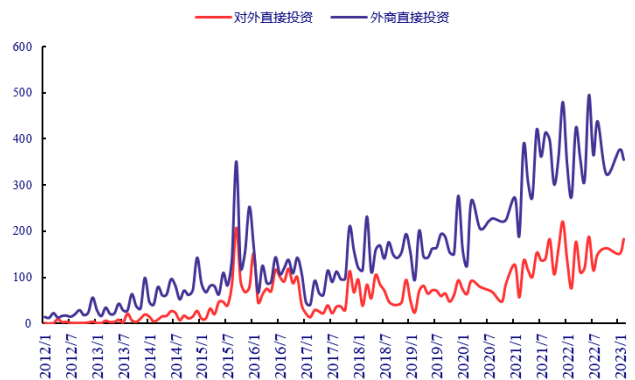
目前多边央行数字货币桥仅为实验阶段，货币兑换、数字货币应用以及各国外汇管理之间的协调还需进一步完善。但是多边央行数字货币桥已经打开了新型跨境支付系统建设的局面。随着未来各国对于本币结算和货币多元化需求的不断攀升，该进程会被逐步加速。未来的货币国际化路径很可能是基于交易媒介的新路径。

图 3: 央行人民币货币互换规模 (亿元)



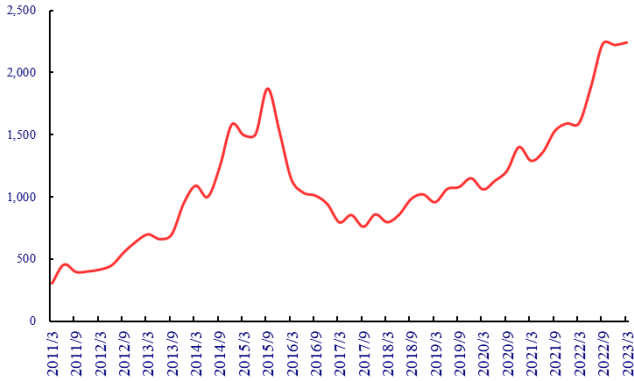
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 4: 跨境人民币结算投资额 (十亿元)



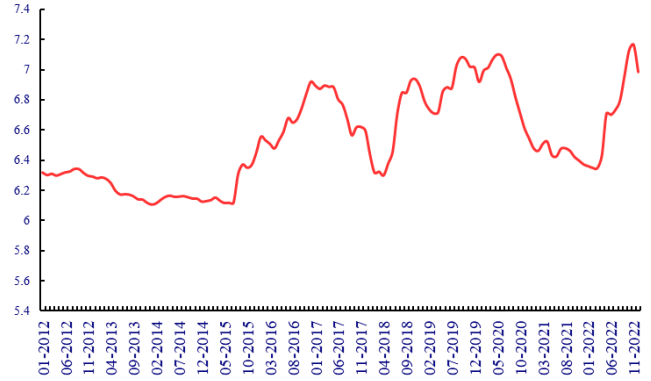
资料来源: CEIC, 中国银河证券研究院

图 5: 跨境人民币贸易货物结算 (十亿元)



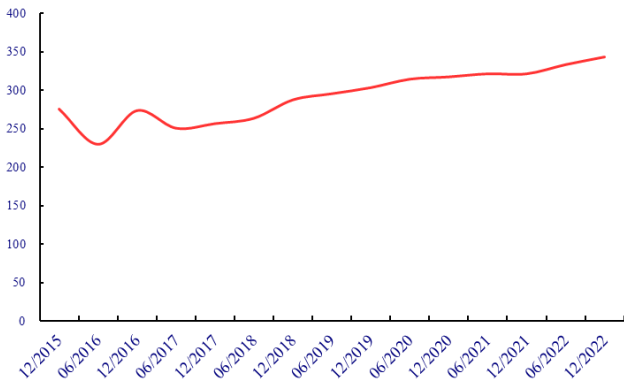
资料来源: CEIC, 中国银河证券研究院

图 6: 人民币兑美元汇率



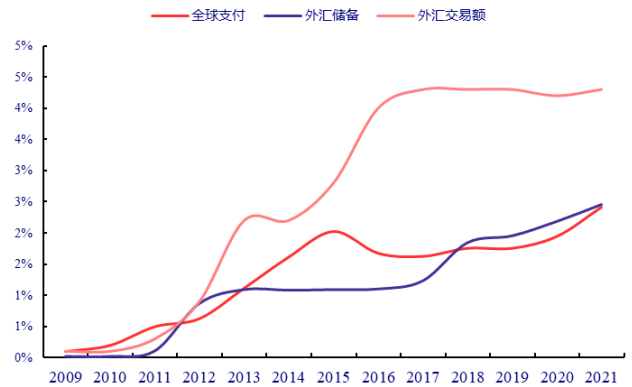
资料来源: CEIC, 中国银河证券研究院

图 7: 跨境人民币指数



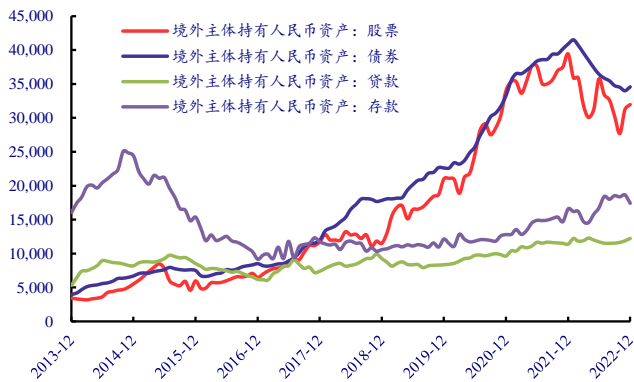
资料来源: 中国银行, 中国银河证券研究院

图 8: 人民币占全球支付、储备、外汇交易份额



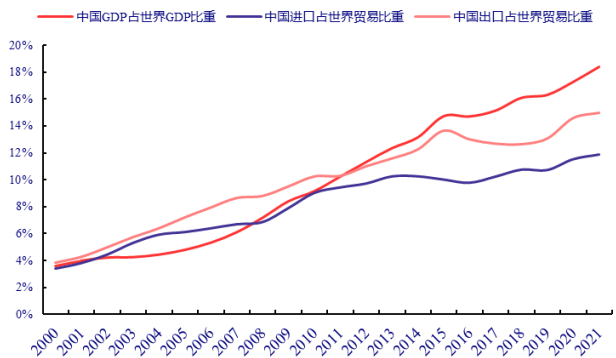
资料来源: SWIFT、IMF、BIS, 中国银河证券研究院

图 9: 境外主体持有境内人民币资产 (亿元)



资料来源: CEIC, 中国银河证券研究院

图 10: 中国经济在世界经济中份额



资料来源: 世界银行, 中国银河证券研究院

三、人民币的跨境收支、储备与投融资功能

目前人民币在全球贸易、结算、储备和投融资领域所占比例有限，但成长明显。可以从跨境收支功能、储备功能和投融资功能这几个方面来分析人民币的国际货币功能。

（一）跨境收支功能

人民币作为支付货币比例稳步上升。根据 SWIFT 数据，人民币占全球支付比例从 2009 年的 0.1% 上升至 2021 年的 2.42%。《2022 年人民币国际化报告》中显示，2021 年，人民币跨境收付金额合计为 36.61 万亿元，同比增长 29.0%。其中，实收 18.51 万亿元，同比增长 31.3%；实付 18.10 万亿元，同比增长 26.7%，收付比为 1:0.98，净流入 4044.70 亿元，上年同期为净流出 1857.86 亿元。人民币跨境收付占同期本外币跨境收付总额的 47.4%，较 2020 年全年提高 1.2 个百分点。2021 年，直接投资人民币跨境收付金额合计为 5.8 万亿元，同比增长 52.3%。其中，对外直接投资人民币跨境收付金额 1.64 万亿元，同比增长 56.2%；外商直接投资人民币跨境收付金额 4.16 万亿元，同比增长 50.7%。

（二）储备功能

美元依然是主要储备货币，但人民币的比例逐渐上升。根据国际货币基金组织的数据，2022 年全球央行共持有外汇储备 11 万亿美元，持有人民币储备规模为 2984.35 亿美元，人民币在全球外汇储备中占比为 2.49%，较 2016 年人民币刚加入特别提款权时提升 1.60 个百分点，在主要储备货币中排名第五位。

（三）投融资功能

人民币在金融交易中的使用不断扩大。截至 2022 年末我国债券已先后被纳入三大主要国际债券指数。此外，境外主体持有的境内人民币资产的余额达到了 9.6 万亿元，其中股票和债券规模分别为 3.2 万亿元和 3.5 万亿元，比 2016 年同期增长了 392% 和 306%。融资方面，境外发行人在我国的债券市场累计发行了 6300 亿元人民币的熊猫债。

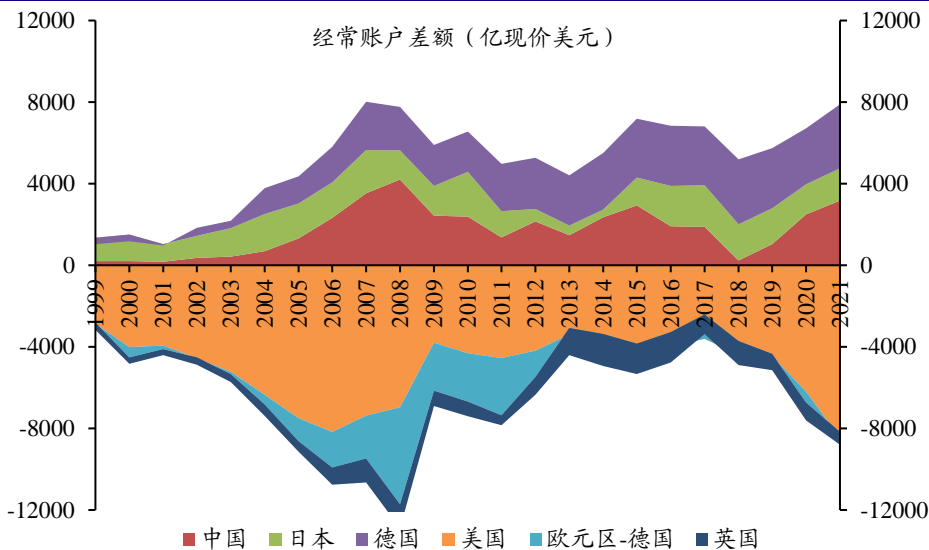
直接投资方面，2012 年以来人民币也迅速成为结算双向直接投资支付的首选货币，截至 2022 年 10 年多时间来中国对外投资增长 51%，而对外直接投资人民币跨境结算量增长 4151%。2022 年，我国对外非金融类直接投资额达到 1168.5 亿美元，其中人民币结算部分为 1239.5 亿人民币，大约占总投资的 15.6%。

四、人民币国际化的未来空间

（一）国际收支平衡是长期约束条件

分析开放环境中的经济与金融，国际收支平衡表是一个基础分析框架。这一分析框架蕴含着以下等式：国际收支总差额 = 经常账户差额 + 资本账户差额 + 非储备性质的金融账户差额 - 储备资产变动。这一等式意味着人民币国际化将面临着和当前的美元一样的“特里芬难题”，亦即美元作为国际贸易结算与储备货币，就需要美国为全世界提供美元，这会导致美国的经常账户始终处于逆差状态，即便是实施了贸易保护措施（例如 2018 年），也不能改变这一局面。作为非美元经济体，需要通过向美国出售商品和服务来换取美元，且为应对市场波动往往会形成超额储备，最终结局就是国际贸易持续“失衡”。

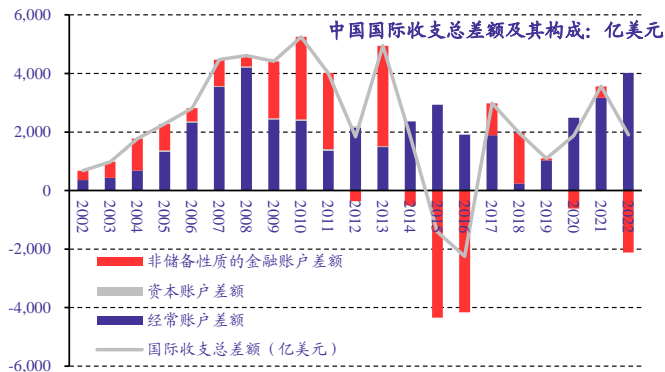
图 11: 全球贸易: 危机前失衡、危机后至 2018 年再平衡, 2019 年之后再失衡



资料来源: 世界银行, 中国银河证券研究院

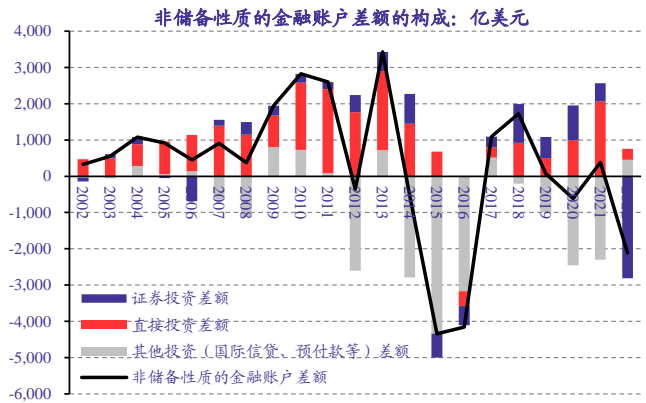
对于中国而言, 2014 年以来的历年政府工作报告都把“国际收支基本平衡”设定为主要目标之一。实际数据显示, 除了 2015、2016 年国际收支总差额为负之外, 其他年份基本都实现了既定目标。根据国际收支平衡等式, 这意味着储备资产变动将在 0 附近, 外汇市场中的供需基本平衡, 人民币汇率双向波动。未来, 随着人民币国际化的推进, 中国资本和金融账户的扩大开放将形成趋势, 并逐渐形成资本与金融账户顺差。从结构来看, 2016 年之前, 直接投资项是非储备金融项顺差的最主要来源, 而 2016 年以来证券投资项规模越来越大。为避免国际收支失衡, 中国经常账户余额将趋于缩小, 这意味着中国的出口将与世界更为同步, 进口与出口之间更趋平衡, 人民币汇率持续升值就是主要实现机制。但在推进过程中, 考虑到资本和金融账户更容易受到各国政策周期、地缘政治事件等影响波动较大, 因此经常账户稳定是国际收支平衡的基础, 这也是中国提出“保持制造业比重基本稳定”的原因之一。

图 12: 中国国际收支平衡的根基仍然是经常账户顺差, 金融账户波动仍然较大



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13: 非储备性质的金融账户差额: 证券投资项与其他投资项的波动明显, 直接投资项相对稳定



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

（二）国家综合实力是最终决定因素

国家的综合实力决定了其国际舞台上的地位，同时也赋予了其主权货币成为国际化货币的能力。美元之所以成为核心的国际货币，也是一段时间美国的经济、政治、外交、军事等多个方面的综合实力所决定的。动态来看，中国的综合实力正在经历高速发展，以中国为代表的新兴经济体的发展最终将会推动国际货币的多元化。同时，世界数字技术的进步日新月异，也成为打破美元单极化的格局的一支新生力量。

经济基础层面：2021 年我国 GDP、货物出口贸易、货物出口、进口以及货物进出口总额分别约为 17.73 万亿、3.5 万亿、2.8 万亿和 6.05 万亿美元，约占世界总量的 18.7%，15.9%，12.5% 和 15.2%。

数字货币层面，我国的数字货币建设也相对领先世界。数字人民币在 2020 年启动测试后，稳步扩大了数字人民币的适用范围和规模。截至 2021 年底，数字人民币试点场景已超过 808.51 万个，累计开立个人钱包 2.61 亿个，交易金额 875.65 亿元。数字人民币的登记中心和认证中心全部由中国人民银行承担。可以确保我国支付系统和贸易结算安全。

国际贸易与投资层面，我国通过“一带一路”倡议，RCEP 经贸协议等促进人民币应用。“一带一路”通过资本账户的对外投资和贷款来输出人民币，再通过经常账户和资本账户收回工程款或接受投资等方式实现人民币回流。2021 年，中国与“一带一路”沿线国家人民币跨境收付金额为 5.42 万亿元，同比增长 19.6%，占同期人民币跨境收付总额的 14.8%。其中货物贸易收付金额 9982.71 亿元，同比增长 14.7%；直接投资收付金额 6225.64 亿元，同比增长 43.4%。截至 2021 年末，中国已经与 22 个“一带一路”沿线国家签署了双边本币互换协议，在 8 个“一带一路”沿线国家建立了人民币清算机制安排。此外，2020 年区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）正式签署，也正在进一步推动我国与亚太地区国家的贸易自由化，以及基于贸易需求的人民币国际化进程。

军事与外交层面，中国军队建设取得了长足进步，人类命运共同体理念深入人心。其中海军对于我国维护自身近海以及日常贸易航道安全至关重要，有助于强化国家安全，以及保障我国与贸易伙伴之间的经贸往来通畅。此外，沙特和伊朗在中国推动下在北京恢复外交关系，意味着中国推动世界和平，建设合作共赢的理念得到国际社会认可。中国的政治影响力也有助于推动人民币国际化进程。

参考文献

1. 张明（2022），全球新变局背景下人民币国际化的策略扩展——从新“三位一体”到新新“三位一体”。
2. 中国人民银行宏观审慎管理局（2022），《2022 年人民币国际化报告》。
3. BIS（2022），Project mBridge Connecting economies through CBDC.

图表目录

图 1: 人民币国际化主要事件的时间表.....	3
图 2: 多边央行数字货币桥参与商业银行.....	6
图 3: 央行人民币货币互换规模（亿元）.....	6
图 4: 跨境人民币结算投资额（十亿元）.....	6
图 5: 跨境人民币贸易货物结算（十亿元）.....	7
图 6: 人民币兑美元汇率.....	7
图 7: 跨境人民币指数.....	7
图 8: 人民币占全球支付、储备、外汇交易份额.....	7
图 9: 境外主体持有境内人民币资产（亿元）.....	7
图 10: 中国经济在世界经济中份额.....	7
图 11: 全球贸易：危机前失衡、危机后至 2018 年再平衡，2019 年之后再失衡.....	9
图 12: 中国国际收支平衡的根基仍然是经常账户顺差，金融账户波动仍然较大.....	9
图 13: 非储备性质的金融账户差额：证券投资项与其他投资项的波动明显，直接投资项相对稳定.....	9

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn