

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

## 央行是否会动用总量工具仍需进一步观察

2023年5月17日

- **从一季度货政报告释放的信号来看，下阶段货币政策料将维持积极取向。**第一，央行对于未来经济展望，沿用了4月政治局会议“乘势而上”的提法，说明稳增长依然是货币政策的重要诉求。第二，央行对于通胀的看法，出现了由“警惕未来通胀反弹压力”向“需求复苏偏慢”切换的重要变化。反映出当前经济复苏和央行预期存在偏离，国内经济内生动力还不强、需求仍然不足等问题仍待解决。第三，央行对于信贷政策的最新定调是“总量适度、节奏平稳”，信贷总量增长或仍有一定空间，但节奏上需要避免“大放大收”。
- **央行对于政策工具的使用或更趋灵活精准，短期内结构性工具可能是首要选择。**结构性工具能够发挥定向降息和撬动特定领域信贷增长的双重功能，去年以来央行等部门运用再贷款、贴息政策、首套房贷利率动态调整机制等工具，持续引导实体融资成本下行，实现年初信贷开门红，验证了结构性工具的有效性。从最新动态上看，一季度碳减排支持工具和煤炭清洁利用专项再贷款等工具使用进度明显加快，央行新设房企纾困专项再贷款、租赁住房贷款支持计划2项工具，额度共1800亿元，显示出短期内结构性工具或为货币政策的首要选择。
- **央行是否会动用总量工具仍需进一步观察。**利率工具方面，央行重点指出对于利率水平的把握可采取“缩减原则”，适当向“稳健的直觉”靠拢。参照这一原则，短期内海外因素或难以对央行降息决策造成显著影响，相比之下，国内因素或更加重要。二季度以来PMI、金融数据等部分经济指标呈现一定放缓迹象，但央行或仍需对经济复苏景气度采取进一步观察。数量工具方面，从解决银行间流动性缺口的角度来看，年内仍有降准空间。但当前制约信贷投放的因素不在于资金供给，5月份以来资金面偏松，反映出央行并未收紧货币，显示出短期内降准的必要性不强。
- **风险因素：**国内政策力度不及预期，实体部门预期转弱，中美贸易脱钩等。

目 录

一、货币政策料将维持积极取向.....	3
二、2023Q1 货币政策执行报告重要表述一览.....	7
风险因素.....	8

图 目 录

图 1: 2022 年四季度以来, CPI 同比出现阶段性回落.....	3
图 2: 202211-202301 核心 CPI 同比短暂上行后再度降至低位.....	4
图 3: 今年 Q1 一般贷款加权平均利率再创有统计以来新低.....	5
图 4: 结构性货币政策工具发挥定向降息和撬动特定领域信贷增长的双重功能.....	5
图 5: 5 月份以来 DR007 较长时间维持 1.80%左右的相对低位.....	6
图 6: 2023Q1 货币政策执行报告较 2022Q4 的重要表述对比.....	7

事件：

2023年5月15日晚，中国人民银行发布2023年第一季度中国货币政策执行报告。

## 一、货币政策料将维持积极取向

从央行对国内经济形势的态度来看，稳增长依然是重要诉求。央行对国内经济复苏给予了积极评价，确认需求收缩、供给冲击、预期转弱的“三重压力”得到缓解，今年一季度经济增长好于预期。但政策面并不因一季度经济的良好开局而就此满足，对于未来经济展望，央行沿用了4月政治局会议“乘势而上”的提法，对应经济运行需要进一步好转，稳增长工作尚未结束。

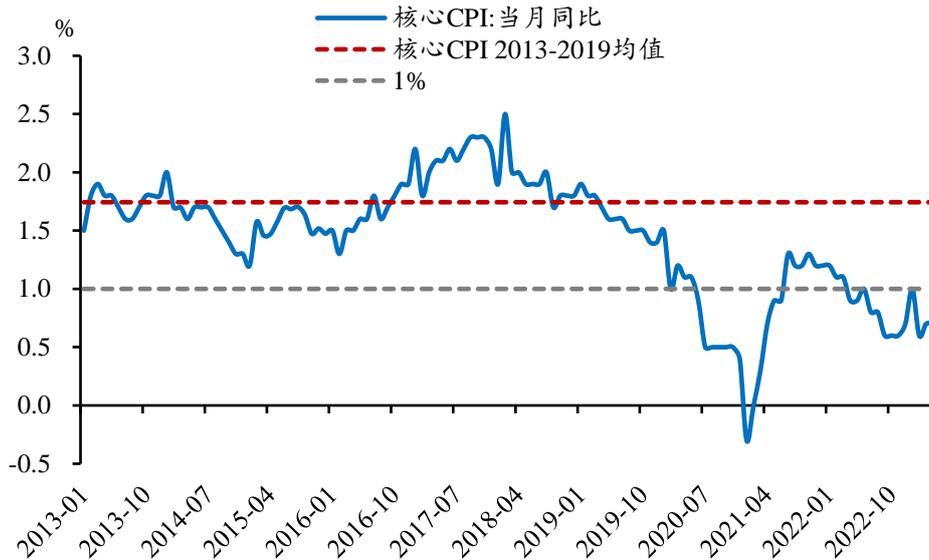
央行对于通胀的看法，出现了由“警惕未来通胀反弹压力”向“需求复苏偏慢”切换的重要变化。央行实现币值稳定的政策目标中，同时包含防范通胀过热和通缩风险。我国央行尚未明确过CPI、PPI等物价指标所对应的合意区间，但结合近年来的各项参数来看，央行高度关注通胀指标的趋势性变化。譬如2022-11至2023-01，CPI同比由1.6%升至2.1%，核心CPI同比由0.6%反弹至1.0%。尽管读数不算高，但彼时央行对于国内需求复苏预期较强，因此在2022Q4货政报告中仍强调“警惕未来通胀反弹压力”。在最新的2023Q1货政报告中，央行更多回应了对物价涨幅阶段性回落的看法（专栏4），指出“供给能力较强、需求复苏偏慢、基数效应明显”是主要原因，其中“需求复苏偏慢”和央行此前“消费动能升温”的预期存在明显偏离，也和当前“国内经济内生动力还不强、需求仍然不足”的问题相对应。

央行指出今年5-7月CPI可能还将阶段性保持低位，主要受去年同期CPI涨幅基本在2.5%左右的高基数影响。考虑到兼顾短期和长期均衡、引导稳定社会预期的重要性，我们判断下阶段货币政策或将维持积极取向。

图 1：2022 年四季度以来，CPI 同比出现阶段性回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 2：202211-202301 核心 CPI 同比短暂上行后再度降至低位**


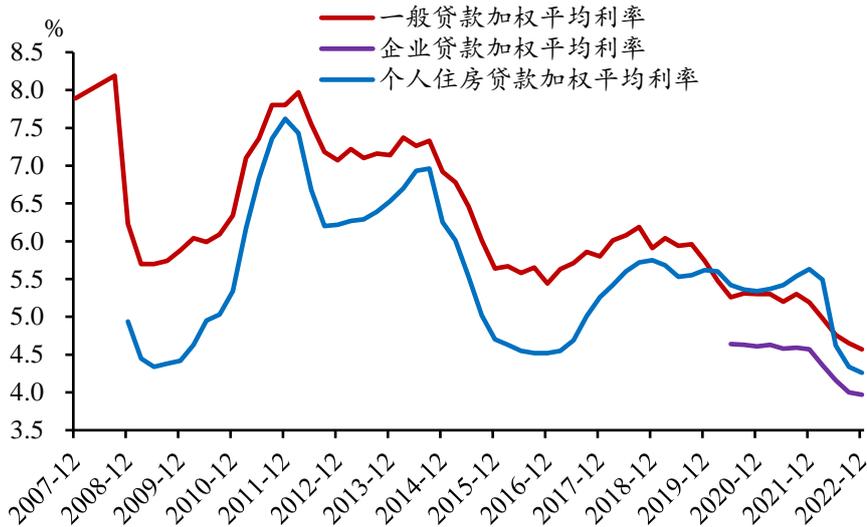
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

对于信贷政策，央行新提保持货币信贷“总量适度、节奏平稳”。这一表述较 2022Q4 “保持货币信贷合理平稳增长”存在不同，从“总量适度”上看，当前经济复苏存在需求复苏偏慢、物价趋势性回落等一系列结构性问题，各项政策支持可能还未到需要撤出的时候，信贷总量增长或仍有一定空间。从“节奏平稳”上看，央行强调下一阶段政策将“保持连续性、稳定性、可持续性”，后续信贷政策或将引导金融机构投放节奏回归平稳，避免“大放不收”。

为实现上述调控目标，央行对于货币政策工具的搭配使用或更趋灵活精准，结构性工具可能是首要选择。去年 8 月以来，1 年期、5 年期 LPR 报价均保持不变，期间一般贷款和个人住房贷款加权平均利率依然延续下行趋势。截至今年 3 月，一般贷款加权平均利率录得 4.53%，其中企业贷款加权平均利率为 3.95%，以及个人住房贷款加权平均利率录得 4.14%，均创下有统计以来新低。究其原因，主要与央行等部门运用各项政策工具，推动实体经济融资成本下行有关。包括结构性货币政策工具，中央和地方的贴息政策，首套房贷利率动态调整机制等。

Q1 报告中披露了各项再贷款工具的最新使用情况，截至今年 3 月末：

- 1) 科技创新再贷款、设备更新改造专项再贷款、保交楼贷款支持计划的实施期已于 3 月末结束，余额分别为 3200 亿元、1105 亿元、5 亿元，比年初增加 1200 亿元、295 亿元、5 亿元。
- 2) 设立房企纾困专项再贷款。额度为 800 亿元，采取“先支后借”的直达机制，按季度发放，支持金融资产管理公司于 2023 年底前并购受困房地产企业存量房地产项目。央行按实际投入资金的 50% 予以资金支持，利率为 1.75%。
- 3) 设立租赁住房贷款支持计划。额度为 1000 亿元，采取“先贷后借”的直达机制，按季度发放，支持相关金融机构于 2023 年底前向重庆、济南、郑州、长春、成都、福州、青岛、天津等 8 个试点城市发放租赁住房购房贷款。金融机构发放的贷款利率原则上不超过 3%，央行按贷款本金的 100% 予以资金支持，利率为 1.75%。

**图 3：今年 Q1 一般贷款加权平均利率再创有统计以来新低**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 4：结构性货币政策工具发挥定向降息和撬动特定领域信贷增长的双重功能**

项目	碳减排支持工具	煤炭清洁高效利用专项再贷款	科技创新专项再贷款	普惠养老专项再贷款	交通物流领域专项再贷款	设备更新改造专项再贷款	保交楼贷款支持计划
额度	暂无限制	3000亿元	4000亿元	400亿元	1000亿元	2000亿元以上	2000亿元
投放进度 (截至2023年3月)	3994亿元	1365亿元	3200亿元	10亿元	354亿元	1105亿元	5亿元
适用金融机构	21家全国性金融机构	工农中建交、开发银行、进出口银行	21家全国性金融机构	工农中建交、开发银行、进出口银行	工农中建交、邮储、农发行	21家全国性金融机构	6家商业银行
央行支持比例	贷款本金60%	贷款本金100%	贷款本金60%	贷款本金100%	贷款本金100%	贷款本金100%	贷款本金100%
申请机制	先贷后借，按季操作	先贷后借，按月操作	先贷后借，按季发放（7月1日开始申请使用）			先贷后借，按月发放	先贷后借，按季发放
投向要求	碳减排重点领域（清洁能源、节能环保和碳减排技术）内的各类企业	煤炭安全生产和储备领域、煤电企业电煤保供领域	“高新技术企业”、“专精特新”中小企业、国家技术创新示范企业等	普惠养老领域	“两企+两个”：道路货运物流企业、中小微物流配送和快递企业、道路普通货运运输个体工商户、个体货车司机	教育、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等10个领域设备购置与更新改造	金融机构自主决策、自担风险发放保交楼贷款
资金利率	1.75%						
期限	延续至2024年末	延续至2023年末	实施期已结束	实施期暂定两年	延续至2023年6月末	实施期已结束	实施期已结束
市场利率	与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平，其中1-5年期贷款利率不高于5年期LPR		低成本资金支持	与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平	鼓励银行机构按市场化原则降低贷款利率	不高于3.2%（财政贴息2.5%）	-

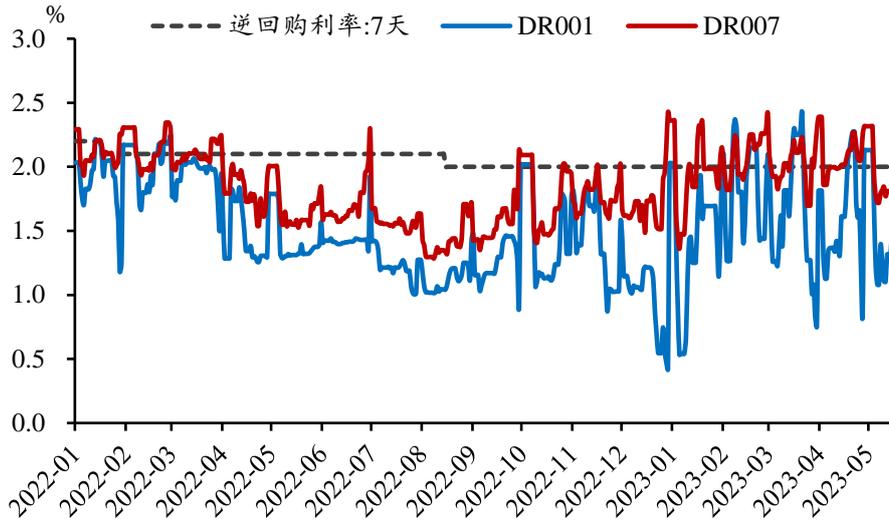
资料来源: 中国人民银行, 信达证券研发中心

### 央行是否会动用总量工具仍需进一步观察。

利率工具方面，央行在专栏1中重点指出，在近几年超预期冲击较多、不确定性较大的环境下，对于利率水平的把握可采取“缩减原则”，符合“居中之道”，即决策时相对审慎，留出一定的回旋余地，适当向“稳健的直觉”靠拢。参照这一原则，短期内海外因素（金融稳定风险、美联储潜在的政策转向等）或难以对央行降息决策造成显著影响，相比之下，国内因素或更加重要。二季度以来PMI、金融数据等部分经济指标呈现一定放缓迹象，但央行或仍需对经济复苏景气度采取进一步观察。

数量工具方面，从解决银行间流动性缺口的角度来看，年内仍有降准空间。但当前制约信贷投放的因素不在于资金供给，5月份以来DR007已较长时间维持在1.80%左右的相对低位，反映出央行并未收紧货币，显示出短期内降准的必要性不强。问题在于需求端，实体融资需求出现了转弱迹象。这既是监管部门放松窗口指导的阶段性结果，也与疫情“疤痕效应”尚未消退，企业部门投资意愿仍待释放、居民部门就业收入预期不稳等现实因素相关。

图 5：5 月份以来 DR007 较长时间维持 1.80%左右的相对低位



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 二、2023Q1 货币政策执行报告重要表述一览

图 6：2023Q1 货币政策执行报告较 2022Q4 的重要表述对比

		2023Q1	2022Q4
世界经济金融形势		<p>全球主要经济体增长放缓，<b>美欧通胀回落速度不及预期，硅谷银行、瑞士信贷等事件引发金融市场剧烈波动</b>，货币政策在物价稳定、充分就业之外<b>增加了对金融稳定的艰难权衡</b>。地缘政治冲突升级风险仍存，<b>保护主义、单边主义抬头，或进一步影响全球经济秩序</b>。</p> <p>为主要经济体经济增长放缓，美欧通胀见顶回落，但仍处高位，劳动力市场有所降温。硅谷银行倒闭，瑞士信贷被收购，美欧银行业压力骤升，国际金融市场大幅震荡。<b>主要发达经济体货币政策延续收紧态势，但步伐有所放缓。新兴经济体货币政策分化</b>。</p> <p>值得关注和趋势包括，高通胀仍较为顽固，<b>金融稳定风险上升，货币政策不确定性增大，全球经济秩序或加速演变</b>。</p>	<p>近期全球通胀有所回落，但仍处于历史高位。主要发达经济体持续加息缩表进程，<b>世界经济复苏动能减弱，全球金融市场大幅波动。本轮“加息潮”的累积效应还将显现</b>，未来需关注其全球经济增长、资本流动、市场运行等带来的影响。</p> <p><b>主要发达经济体加息节奏放缓，但货币政策延续收紧态势</b>。为应对国内通胀压力和发达经济体货币政策收紧带来的溢出效应，部分新兴经济体多次加息。</p> <p>值得关注的问题和趋势包括，<b>海外高通胀回落的幅度和速度存在不确定性，全球经济下行压力加大，一些领域金融风险加快暴露，新的“气候保护主义”值得警惕</b>。</p>
中国宏观经济形势与展望		<p>一季度，面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，各地区各部门<b>着力稳预期、强信心、抓落实，突出做好稳增长稳就业稳物价工作</b>，疫情防控较快平稳转段，生产需求企稳回升，<b>经济运行开局良好</b>。</p> <p>展望未来，经济延续复苏态势有诸多有利条件，我国经济运行有望持续整体好转，<b>其中二季度在低基数影响下增速可能明显回升，为顺利实现全年增长目标打下坚实基础</b>。当前外部环境更趋复杂严峻，<b>国内经济内生动力还不强、需求仍然不足</b>。但也要看到，我国经济韧性强、潜力大、活力足，具有市场规模巨大、产业体系完备、人力资源丰富等优势条件，长期向好的基本面没有改变。<b>物价水平温和上涨，下半年可能逐步回升</b>。</p>	<p>2022年，面对复杂严峻的国内外形势和多重超预期因素冲击，各地区各部门<b>高效统筹疫情防控和经济社会发展</b>，加快落实稳经济一揽子政策措施，有力支持宏观经济大盘稳定，经济总量再上新台阶。<b>展望2023年，我国经济运行有望总体回升，经济循环将更为顺畅</b>。也要看到，当前外部环境依然复杂严峻，<b>国内经济恢复的基础尚不牢固</b>。综合来看，我国经济韧性强、潜力大、活力足，长期向好的基本面没有改变。<b>预计通胀水平总体保持温和，也要警惕未来通胀反弹压力</b>。</p>
货币政策展望	政策基调	<p>坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推进中国式现代化。把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革结合起来，<b>把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来</b>，建设现代中央银行制度，充分发挥货币信贷政策效能，<b>全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作，乘势而上，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长</b>。</p>	<p>坚持稳中求进工作总基调，全面、完整、准确贯彻新发展理念，助力加快构建新发展格局、扎实推进中国式现代化。从战略全局出发，<b>从改善社会心理预期、提振发展信心入手</b>，坚持系统观念，做到“六个更好统筹”，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合，<b>加大宏观政策调控力度</b>，建设现代中央银行制度，充分发挥货币信贷政策效能，<b>重点做好稳增长、稳就业、稳物价工作</b>，推动金融支持实体经济实现质的有效提升和量的合理增长，为全面建设社会主义现代化国家开好局、起好步。</p>
	调控目标	<p><b>稳健的货币政策要精准有力，总量适度，节奏平稳</b>，搞好跨周期调节，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。<b>着力支持扩大内需</b>，为实体经济提供有力、稳当支持，<b>兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡</b>，提升支持实体经济的可持续性。<b>关注物价走势边际变化，引导稳定社会预期</b>，支持构建粮食、能源等保供稳价体制机制，保持物价水平基本稳定。</p>	<p><b>稳健的货币政策要精准有力</b>。要搞好跨周期调节，<b>既着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持</b>，又兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，<b>坚持不搞“大水漫灌”</b>，稳固对实体经济的可持续支持力度。保持流动性合理充裕，保持信贷总量有效增长，<b>保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配</b>，助力实现促消费、扩投资、带就业的综合效应。<b>密切关注通胀走势变化，支持能源和粮食等保供稳价，保持物价水平基本稳定</b>。</p>
	工具	<p>结构性货币政策工具“<b>聚焦重点、合理适度、有进有退</b>”，保持再贷款再贴现工具的稳定性，<b>运用好实施期内的阶段性工具</b>，为普惠金融、科技创新、绿色发展等重点领域和薄弱环节提供有力支持。<b>持续发挥政策性开发性金融工具的作用</b>，增强政府投资和政策的激励的引导作用，有效带动激发民间投资。</p>	<p><b>结构性货币政策工具聚焦重点、合理适度、有进有退</b>，引导金融机构加强对普惠金融、科技创新、绿色发展等领域的金融服务，推动消费有力复苏，增强经济增长潜能。<b>持续发挥政策性开发性金融工具的作用，更好地撬动有效投资</b>。继续深化利率市场化改革，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制的重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动降低企业融资和个人消费信贷成本。</p>
	社融/M2	<p><b>保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配</b>。构建金融有效支持实体经济的体制机制。<b>持续开展小微企业信贷政策导向效果评估，督促指导金融机构加快建立金融服务小微企业企业敢贷愿贷能贷会贷长效机制，提高小微企业融资可得性和便利性</b>。继续做好金融支持产业发展、农业农村基础设施建设等领域工作，增强金融服务能力，更好满足涉农领域多样化融资需求，助力全面推进乡村振兴，加快建设农业强国。</p>	<p><b>保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配</b>。构建金融有效支持实体经济的体制机制。持续推进中小微企业金融服务能力提升工程，聚焦乡村振兴重点领域，<b>抓紧抓好粮食和重要农产品生产金融服务，加大对种业振兴的金融支持力度。推动政策性开发性金融工具加快支付使用，及时跟进配套贷款，强化存续期管理，发挥资金支持项目促投资稳大盘功能</b>。</p>
	房地产	<p><b>牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位</b>，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，<b>扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作</b>，满足行业合理融资需求，<b>推动行业重组并购</b>，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，<b>因城施策，支持刚性和改善性住房需求，加快完善住房租赁金融政策体系</b>，促进房地产市场平稳健康发展，<b>推动建立房地产业新发展模式</b>。</p>	<p><b>牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位</b>，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，<b>稳妥实施房地产金融审慎管理制度，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，改善优质头部房企资产负债状况</b>，因城施策支持刚性和改善性住房需求，<b>做好新市民、青年人等住房金融服务</b>，确保房地产市场平稳发展。</p>
信贷政策	<p><b>保持货币信贷总量适度、节奏平稳</b>。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配。<b>引导金融机构把握好信贷投放节奏和力度</b>，按照市场化、法治化原则满足实体经济有效融资需求，<b>增强信贷总量增长的稳定性和可持续性</b>，有力支持实体经济健康良性发展。</p>	<p><b>保持货币信贷合理平稳增长</b>。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，<b>保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配</b>。支持金融机构按照市场化、法治化原则满足实体经济有效融资需求，<b>增强信贷总量增长的稳定性和可持续性</b>。</p>	
利率	<p>继续推进利率市场化改革，完善中央银行政策利率体系，健全市场化利率形成和传导机制，<b>引导市场利率围绕政策利率波动</b>。落实存款利率市场化调整机制，<b>着力稳定银行负债成本</b>。发挥贷款市场报价利率改革效能，<b>推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降</b>。</p>	<p>继续推进利率市场化改革，畅通货币政策传导渠道。健全市场化利率形成和传导机制，<b>完善中央银行政策利率体系，引导市场利率围绕政策利率波动</b>。落实存款利率市场化调整机制，<b>着力稳定银行负债成本</b>。发挥贷款市场报价利率改革效能，<b>推动企业融资成本和个人消费信贷成本稳中有降</b>。</p>	
汇率	<p>稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，<b>坚持市场在汇率形成中起决定性作用</b>，增强人民币汇率弹性，<b>发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能</b>。加强预期管理，<b>坚持底线思维，做好跨境资金流动的监测分析和风险防范</b>，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</p>	<p>稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，<b>坚持市场在汇率形成中起决定性作用</b>，增强人民币汇率弹性，<b>加强预期管理，坚持底线思维</b>，做好跨境资金流动的监测分析和风险防范，<b>保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定</b>，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。</p>	
防风险	<p>统筹金融支持实体经济与风险防范，<b>强化金融稳定保障体系，防范境外风险向境内传导</b>，守住不发生系统性金融风险的底线。</p>	<p>统筹金融支持实体经济与风险防范，<b>稳步推动重点企业集团、中小金融机构等风险化解</b>，保持金融体系总体稳定，守住不发生系统性金融风险的底线。</p>	
专栏	<p>1、合理把握利率水平 2、如何看待M2和存款增长 3、硅谷银行事件及其启示 4、我国通胀水平处于温和区间</p>	<p>1、央行上缴铸币利率支持稳增长 2、坚持实施稳健货币政策 稳住宏观经济大盘 3、强化金融稳定保障体系 守住系统性金融风险底线 4、我国居民消费有望稳步恢复</p>	

资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

## 风险因素

---

国内政策力度不及预期，实体部门预期转弱，中美贸易脱钩等。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。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。2022年云极“十大讲师”。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	<a href="mailto:hanguiyue@cindasc.com">hanguiyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	李佳	13552992413	<a href="mailto:lijia1@cindasc.com">lijia1@cindasc.com</a>
华北区销售	赵岚琦	15690170171	<a href="mailto:zhaolanqi@cindasc.com">zhaolanqi@cindasc.com</a>
华北区销售	张澜夕	18810718214	<a href="mailto:zhanglanxi@cindasc.com">zhanglanxi@cindasc.com</a>
华北区销售	王哲毓	18735667112	<a href="mailto:wangzheyui@cindasc.com">wangzheyui@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jiali@cindasc.com">jiali@cindasc.com</a>
华东区销售	王爽	18217448943	<a href="mailto:wangshuang3@cindasc.com">wangshuang3@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华东区销售	王赫然	15942898375	<a href="mailto:wangheran@cindasc.com">wangheran@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>

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
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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了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。