

# 货币政策与流动性观察

## 融资修复可持续性仍需观察

### 核心观点

#### 融资修复可持续性仍需观察

6月我国新增社融4.22万亿（预期3.22万亿），新增人民币贷款3.05万亿（预期2.38万亿），两者均明显超出市场预期。M2同比增长11.3%，略高于预期（11.2%）。

本月金融数据呈现出三个重要特征：

**一是总量显著回暖。**社融和信贷的改善幅度均明显强于季节性，信贷创下历史同期新高，社融创下历史同期第二高，仅次于去年。我们在5月金融数据点评和周报根据高频数据多次提示，6月信贷数据可能显著改善。

**二是结构均衡。**本月金融数据结构进一步优化，信贷各分项较去年同期均有所改善。强信贷下，社融未创下历史同期新高，主要受政府债券融资拖累：尽管当月净融资与前几月基本持平，但在去年同期强基数下（财政部要求去年地方政府专项债6月底前发行完毕），同比大幅负增长。

**三是可持续性有待观察。**强劲的数据后，除5月以来经济的自发性寻底改善等因素外，政策的支持引导力度也不可忽视。需要提示，当月反映资金利用率的M2-M1剪刀差，以及反映实体融资供需强弱的M2-社融剪刀差均有所扩大，指向金融数据改善的可持续性仍需观察。

**风险提示：**需求改善不及预期，海外经济进入衰退。

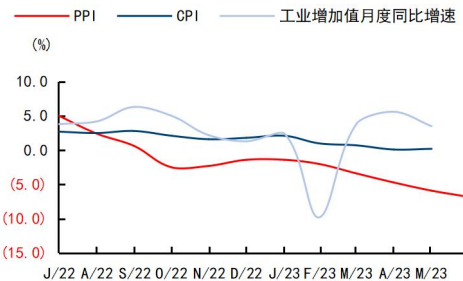
### 经济研究·宏观周报

证券分析师：董德志 021-60933158  
dongdz@guosen.com.cn  
S098051310001  
联系人：田地 0755-81982035  
tiandi2@guosen.com.cn

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	4.00
社零总额当月同比	12.70
出口当月同比	-12.40
M2	11.30

#### 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-7月上旬国内生产资料价格继续上涨，PPI环比或转正》——2023-07-17
- 《货币政策与流动性观察-狭义流动性延续宽松》——2023-07-10
- 《宏观经济宏观周报-生产资料价格企稳回升或进一步确认国内经济回暖》——2023-07-10
- 《货币政策与流动性观察-跨季资金分层加剧》——2023-07-05
- 《宏观经济宏观周报-国内经济延续企稳回升走势》——2023-07-03

## 内容目录

<b>周观点：融资修复可持续性仍需观察</b> .....	<b>5</b>
社融：政府融资拖累 .....	6
货币：M2-M1 剪刀差显著扩大 .....	7
小结：可持续性仍待观察 .....	8
<b>周流动性回顾：狭义流动性保持宽松</b> .....	<b>9</b>
<b>流动性观察</b> .....	<b>11</b>
外部环境：美联储 7 月加息预期持续升温 .....	11
国内利率：短端利率总体上行 .....	12
国内流动性：上周央行逆回购超量续作 .....	14
债券融资：上周政府债券净融资大幅下降 .....	16
汇率：人民币相对美元大幅升值 .....	17

## 图表目录

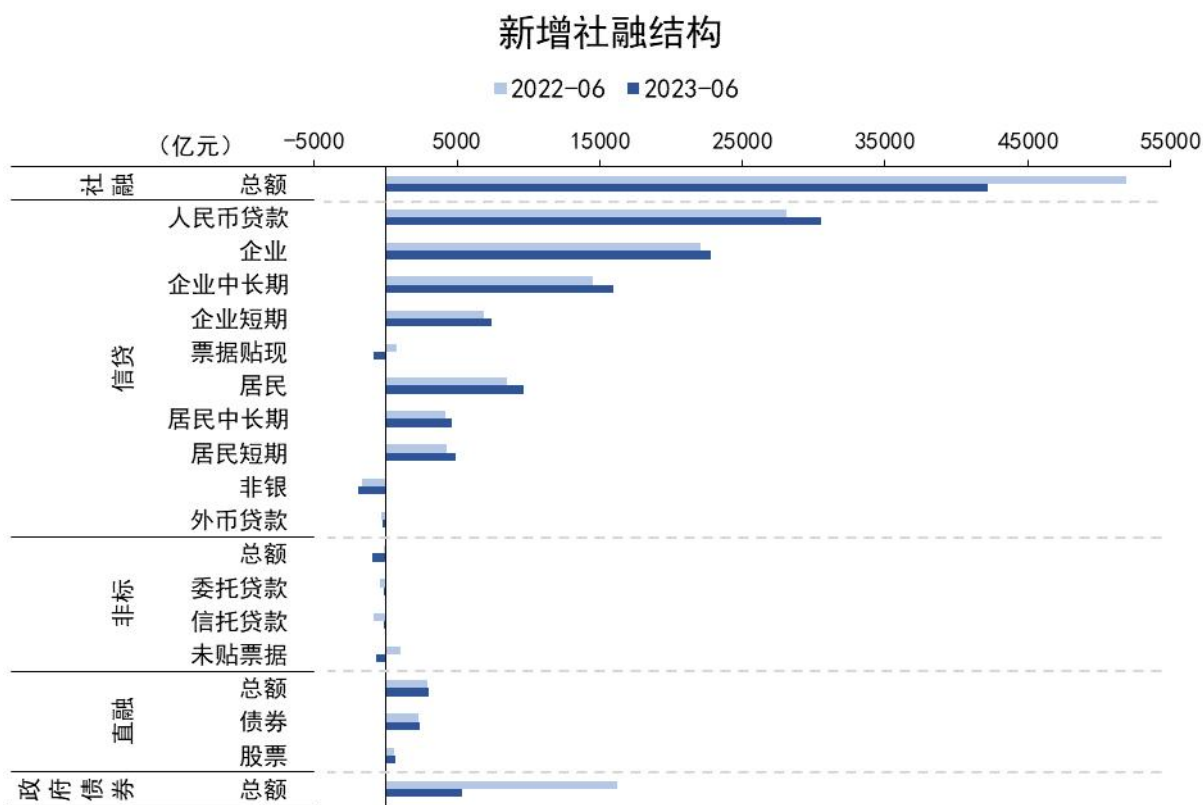
图 1: 金融数据分项一览	5
图 2: 6 月新增社融改善幅度强于季节性	5
图 3: 6 月新增信贷创历史同期新高	5
图 4: 6 月企业和居民贷款明显增加	6
图 5: 6 月企业贷款结构改善	6
图 6: 6 月居民中长贷占比有所上升	6
图 7: 高基数下, 6 月楼市销售面积增速转负	6
图 8: 我国实体经济仍以间接融资为主	7
图 9: 5 月以来水泥发运率与历史水平差距收窄	7
图 10: M2-M1 剪刀差显著扩大	8
图 11: 社融-M2 倒挂幅度再度扩大	8
图 12: 狭义流动性扩散指数 (上升指向宽松, 下降指向紧缩)	9
图 13: 价格指数	9
图 14: 数量指数	9
图 15: 美联储关键短端利率	11
图 16: 欧央行关键短端利率	11
图 17: 日央行关键短端利率	11
图 18: 主要央行资产负债表相对变化	11
图 19: 央行关键利率	12
图 20: LPR 利率	12
图 21: 短端市场利率与政策锚	13
图 22: 中期利率与政策锚	13
图 23: 短端流动性分层观察	13
图 24: 中长端流动性分层观察	13
图 25: 货币市场加权利率	13
图 26: SHIBOR 报价利率	13
图 27: “三档两优” 准备金体系	14
图 28: 7 天逆回购到期与投放	14
图 29: 央行逆回购规模 (本周投放截至周一)	14
图 30: 央行逆回购余额跟踪	14
图 31: MLF 投放跟踪	15
图 32: MLF 投放季节性	15
图 33: 银行间回购成交量	15
图 34: 上交所回购成交量	15
图 35: 银行间回购余额	15
图 36: 交易所回购余额	15
图 37: 债券发行统计 (本周统计仅含计划发行及到期)	16

图 38: 政府债券与同业存单净融资 .....	17
图 39: 企业债券净融资与结构 .....	17
图 40: 主要货币指数走势 .....	17
图 41: 人民币汇率 .....	17

## 周观点：融资修复可持续性仍需观察

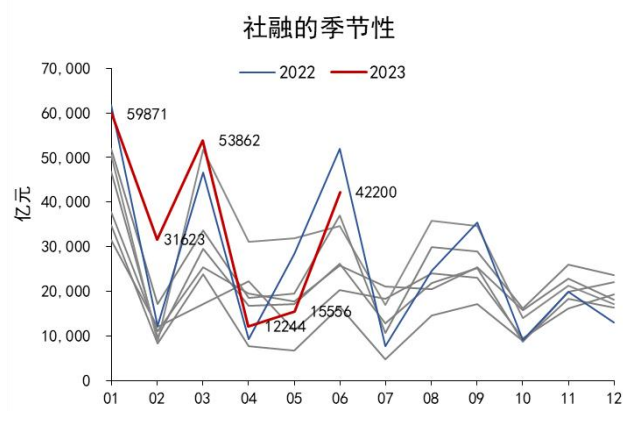
6月我国新增社融4.22万亿（预期3.22万亿），新增人民币贷款3.05万亿（预期2.38万亿）。两者均明显超出市场预期，信贷更创下历史同期新高。M2同比增长11.3%，略高于预期（11.2%）。

图1：金融数据分项一览



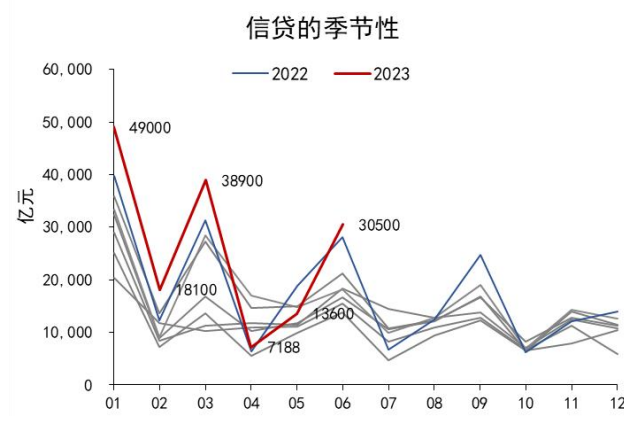
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：6月新增社融改善幅度强于季节性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：6月新增信贷创历史同期新高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 社融：政府融资拖累

尽管社融增幅在历史同期仅次于去年，但基数效应使当月社融增速再次下降 0.5pct 至 9%。社融同比大幅少增 9726 亿元，环比多增 2.66 万亿。从分项同比看，拖累主要来自政府债券融资。各科目对同比增量贡献排名如下：政府融资（贡献 111.3%）、非标（贡献 7.8%）、企业直融（贡献-1.3%）和信贷（贡献-19.8%）<sup>1</sup>。

## 人民币贷款

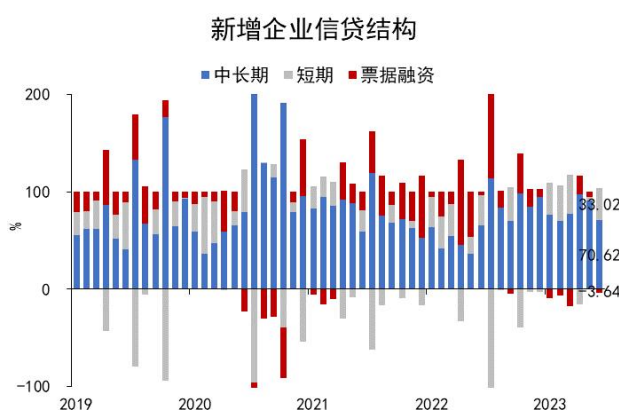
6 月贷款总量和结构均较为亮眼。以信贷（非社融）口径计，新增人民币贷款同比多增 2400 亿元，且每一个分项均出现改善。从环比看，居民和企业部门贷款较 5 月均明显回升。

图4：6 月企业和居民贷款明显增加



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

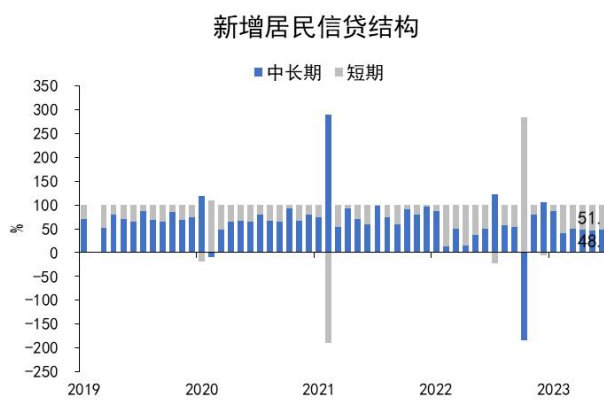
图5：6 月企业贷款结构改善



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

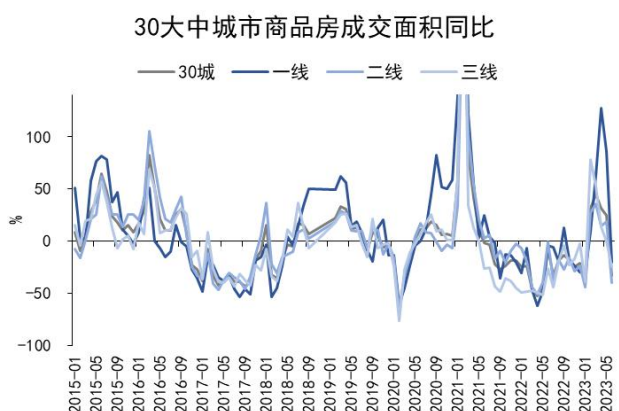
一方面，企业信贷投放加强，结构进一步优化。当月非金融企业贷款新增 2.28 万亿，同比多增 687 亿元。中长贷是企业贷款的主要支撑，新增 1.59 万亿，占比 70.6%；同比多增 1436 亿元，已连续 11 个月同比正增长。短期信用方面，企业短贷明显改善，增加 7449 亿元，同比多增 543 亿元；票据融资由正转负，减少 821 亿元，同比多减 1617 亿元。

图6：6 月居民中长贷占比有所上升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：高基数下，6 月楼市销售面积增速转负



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

<sup>1</sup> ABS 和贷款核销两项尚未公布。

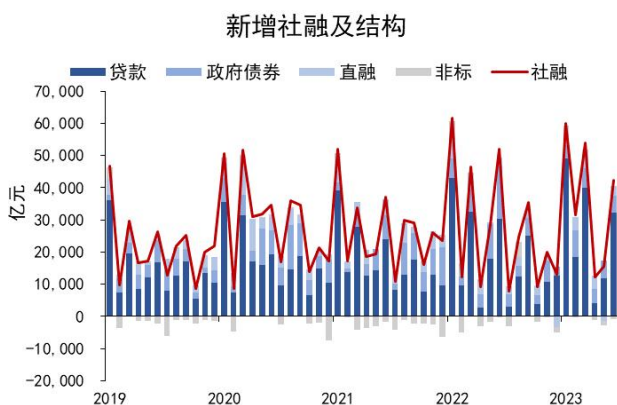
另一方面，居民贷款显著改善，短贷与中长贷均同比正增长。当月新增居民贷款 9639 亿元，在高基数下同比增加 1157 亿元。结构上，居民短贷与中长贷同时改善：短贷增加 4914 亿元，同比小幅多增 632 亿元。中长贷增加 4630 亿元，同比多增 463 亿元。本月房地产销售面积同比增速在高基数下转负，但绝对值水平保持稳定。

### 非标、直接融资与政府债券

政府债券融资保持平稳，但在高基数下同比大幅少增。当月新增政府债融资 5388 亿元，基本持平近几个月的速度。但去年同期在地方政府专项债 6 月底前发行完毕的要求下，政府融资单月创下 1.62 万亿的高基数，导致本月同比大幅少增 1.08 万亿。

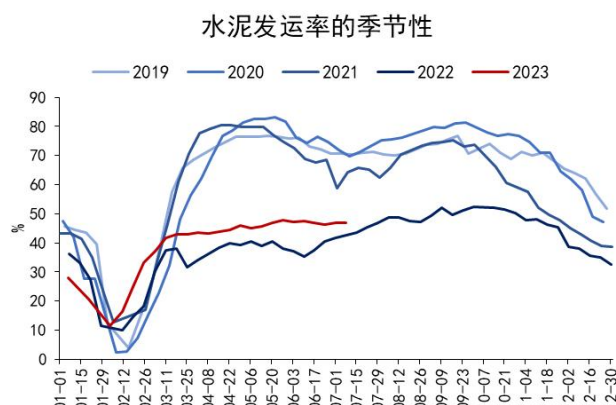
表外融资持续萎缩，同比转负。非标当月融资-902 亿元，同比多减 760 亿元。其中，未贴现银行承兑汇票建减少 692 亿元，同比多减 1758 亿元；信托与委托贷款同时转负：信托贷款减少 153 亿元，同比少减 675 亿元；委托贷款小幅减少 57 亿元，同比少减 323 亿元。信托+委托贷款同比少减 998 亿元，较上月（1089 亿元）有所下降。

图8：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9：5月以来水泥发运率与历史水平差距收窄



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

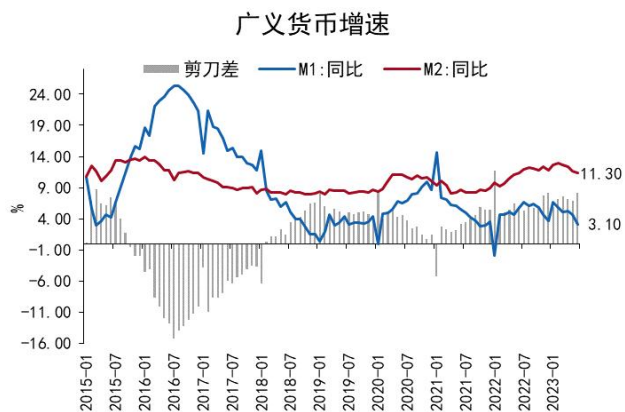
受债券发行提振，企业直融回正。当月企业直接融 3061 亿元，同比多增 126 亿元。其中企业债券 2360 亿元，同比基本持平（多增 14 亿元）。企业股权融资新增 701 亿元，同比多增 112 亿元。

### 货币：M2-M1 剪刀差显著扩大

6 月 M2 同比增速回落 0.3pct 至 11.3%，去年留抵退税和贷款高基数对同比数据造成一定扰动。从结构看，当月新增居民存款增加 2.67 万亿，同比多增 1997 亿元；企业存款增加 2.06 万亿，同比大幅少增 8709 亿元。6 月是财政支出大月，当月财政存款减少 1.05 万亿，同比多减 6129 亿，部分原因在于融资同比下降。

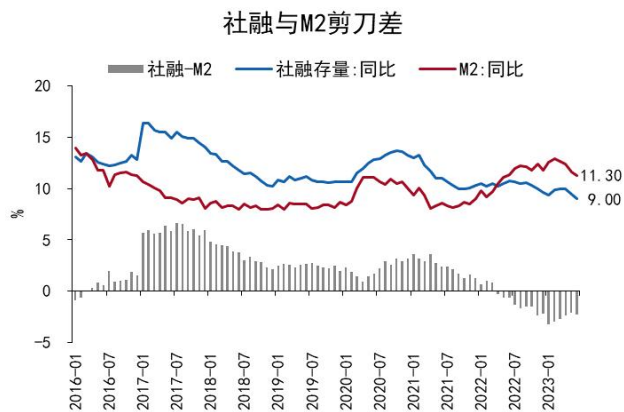
M1 同比增速-1.6pct 至 3.1%，M2-M1 增速剪刀差相应扩大 1.3pct 至 8.2%，指向增量货币利用率偏低。连续 4 个月的修复后，社融-M2 倒挂幅度再度扩大 0.2pct 至-2.3%，指向实体经济真实融资需求的改善幅度弱于资金投放增速。

图10: M2-M1 剪刀差显著扩大



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 社融-M2 倒挂幅度再度扩大



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 小结：可持续性仍待观察

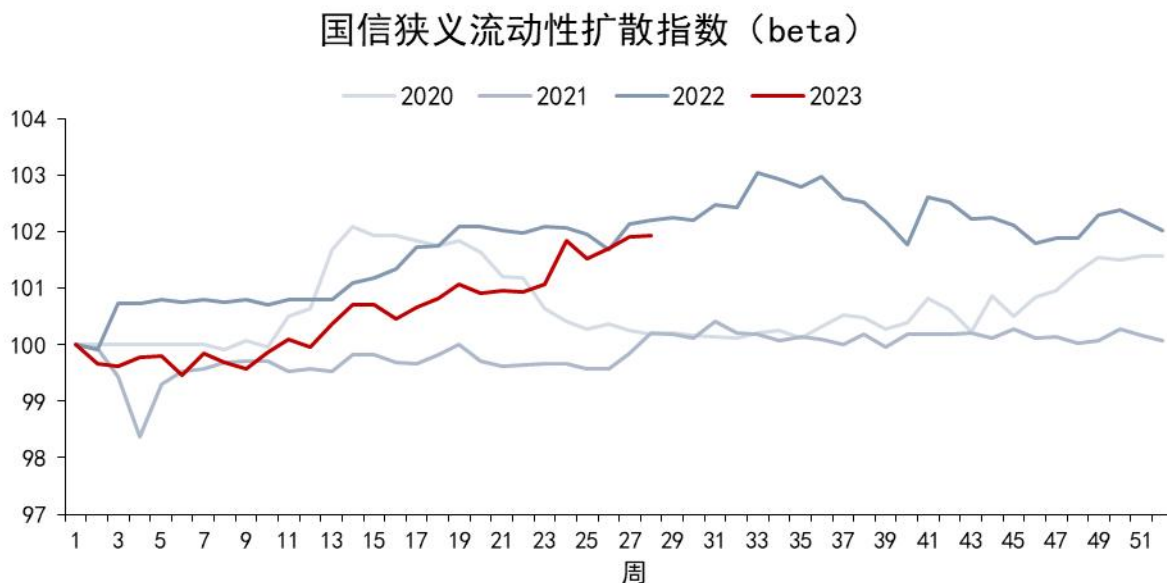
总体看，强劲的信贷投放使6月金融数据再次出现超季节性改善。除延续5月以来经济的自发性寻底改善等因素外，政策的支持引导力度也不可忽视。需要提示，6月反映资金利用率的M2-M1剪刀差，以及反映实体融资供需强弱的M2-社融剪刀差均有所扩大，指向金融数据改善的可持续性仍需观察。



## 周流动性回顾：狭义流动性保持宽松

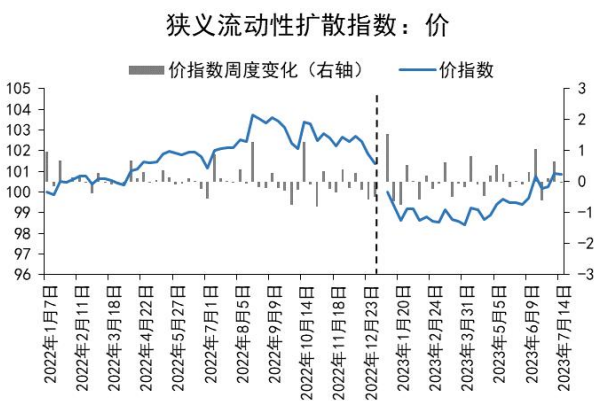
海外方面，上周（7月10日-7月14日）全球央行的货币政策无重大变化。7月13日，美联储理事沃勒（票委）表示，今年剩下的四次会议中，目标区间将再上调两次，每次25个基点。此外，需要在一段时间内保持限制政策，以使通货膨胀稳定在2%的目标附近。美联储联邦资金利率期货隐含的7月FOMC加息25bp的可能性为96.7%，不加息可能性为3.3%。

图12: 狭义流动性扩散指数（上升指向宽松，下降指向紧缩）



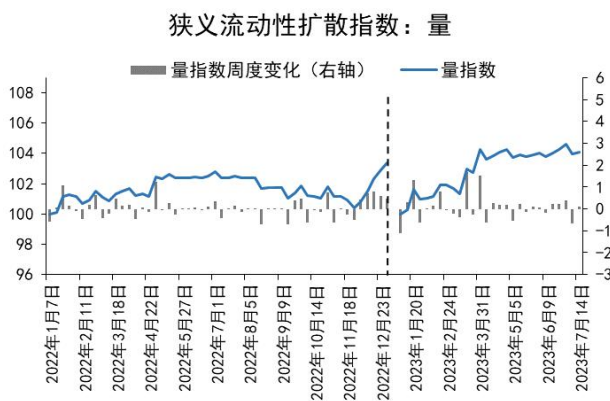
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图13: 价格指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图14: 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（7月10日-7月14日）狭义流动性延续宽松。国信狭义流动性高频扩散指数较此前一周（7月3日-7月7日）上升0.01至101.93。其中价格指标贡献-189.01%，数量指标贡献289.01%。价格指数下降（紧缩）主要由上全周标准化后的同业存单加权利率、DR加权利率偏离度（7天/14天利率减去同期限政策利率）和R001总体环比上行拖累，R加权利率偏离度（7天/14天利率减去同期限政策利率）环比下行对价格指数形成支撑。央行上周逆回购超

量续做对数量指数形成支撑。本周关注以下因素的扰动：同业存单到期超过 5000 亿元；政府债净融资额由负转正，预计为 401.6 亿元；7 月是缴税大月，本月 17 日为办税截止日。

央行公开市场操作：上周（7 月 10 日-7 月 16 日），央行净投放短期流动性资金 180 亿元。其中：7 天逆回购净投放 180 亿元（到期 130 亿元，投放 310 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（7 月 17 日-7 月 23 日），央行逆回购将到期 310 亿元，其中 7 天逆回购到期 310 亿元，14 天逆回购到期 0 亿元。截至本周一（7 月 17 日）央行 7 天逆回购净投放 310 亿元，14 天逆回购净投放 0 亿元，OMO 存量为 620 亿元。本月 MLF 净投放 30 亿元（到期 1000 亿元，投放 1030 亿元）。

上周（7 月 10 日-7 月 14 日），银行间市场质押回购平均日均成交 8.45 万亿，较前一周（7 月 3 日-7 月 7 日，8.24 万亿）升高 0.21 万亿。隔夜回购占比为 91.6%，较前一周（91.8%）降低 0.2pct。

债券发行：上周政府债净融资-517.9 亿元，本周计划发行 2145.6 亿元，净融资额预计为 401.6 亿元；上周同业存单净融资-1168.0 亿元，本周计划发行 1909.0 亿元，净融资额预计为-3521.1 亿元；上周政策银行债净融资 898.3 亿元，本周计划发行 290.0 亿元，净融资额预计为-100 亿元；上周商业银行次级债券净融资 233.0 亿元，本周计划发行 8.0 亿元，净融资额预计为-7.0 亿元；上周企业债券净融资 552.0 亿元（其中城投债融资贡献约 46.62%），本周计划发行 942.9 亿元，净融资额预计为-1947.4 亿元。

上周五（7 月 14 日）人民币 CFETS 一篮子汇率指数较前一周（7 月 7 日）下行 0.90 至 95.94，同期美元指数下行 2.26 至 99.96。7 月 14 日，美元兑人民币在岸汇率较 7 月 7 日的 7.23 下行约 1011 基点至 7.13；离岸汇率下行约 1113 基点至 7.14。

## 流动性观察

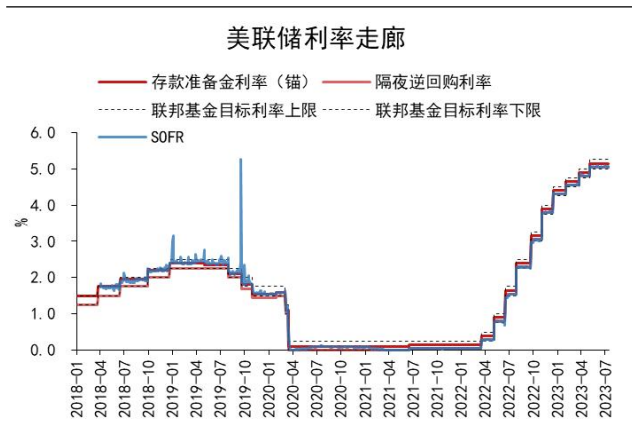
### 外部环境：美联储 7 月加息预期持续升温

#### 美联储

6 月 FOMC 暂停加息，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 5.15% 和 5.05%。上周四（7 月 13 日）SOFR 利率较前一周（7 月 6 日）保持不变，位于 5.06%。7 月 13 日，美联储理事沃勒（票委）表示，今年剩下的四次会议中，目标区间将再上调两次，每次 25 个基点。此外，需要在一段时间内保持政策限制，以使通货膨胀稳定在 2% 的目标附近。美联储联邦资金利率期货隐含的 7 月 FOMC 加息 25bp 的可能性为 96.7%，不加息可能性为 3.3%。

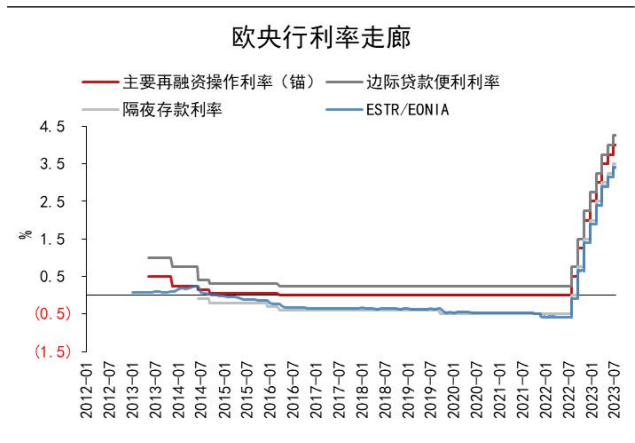
截至 7 月 12 日，美联储资产负债表规模为 8.30 万亿美元，较前一周（7 月 5 日）降低 13.89 亿美元，约为去年 4 月本次缩表初期历史最高值（8.97 万亿）的 92.55%。

图15: 美联储关键短端利率



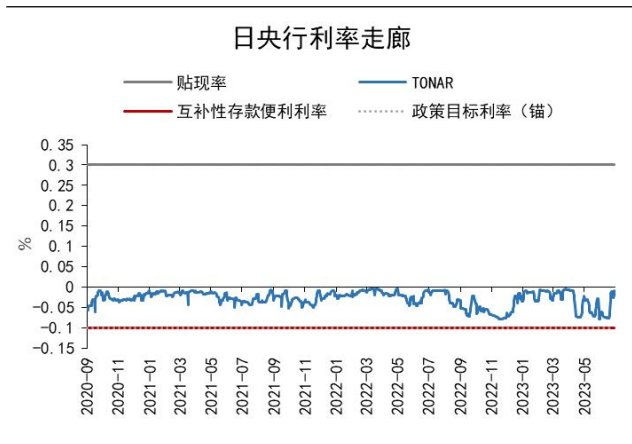
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图16: 欧央行关键短端利率



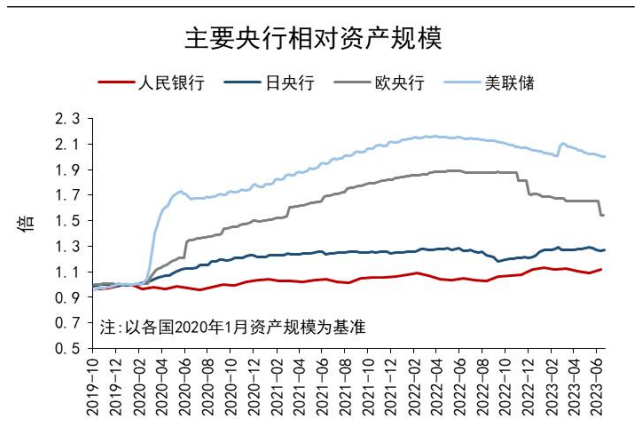
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图17: 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18: 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 6 月议息会议加息 25bp，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 4%、4.25%和 3.5%。欧元短期利率（ESTR）上周四（7 月 13 日）较前一周（7 月 6 日）下降 1bp，位于 3.40%。欧洲央行会议纪要显示，为了实现通胀预测目标，至少需要欧洲央行管委会在 6 月和 7 月连续进行两次利率上调，如果有必要，可以考虑在 7 月之后进一步提高利率。

## 日央行

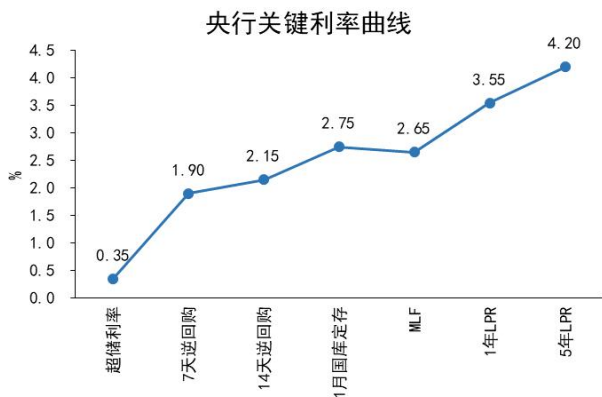
日央行 6 月公布利率决议将政策利率维持在-0.1%。日本央行政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率分别保持-0.1%、0.3%和-0.1%不变。东京隔夜平均利率（TONAR）上周四（7 月 13 日）较前一周（7 月 6 日）上升 1bp，位于-0.01%。7 月 14 日消息，据知情人士透露，日本央行官员可能会在 7 月会议上将本财年的通胀预期上调至 2%以上，但对来年的预期基本没有变化，甚至可能略微下调。

## 国内利率：短端利率总体上行

### 央行关键利率

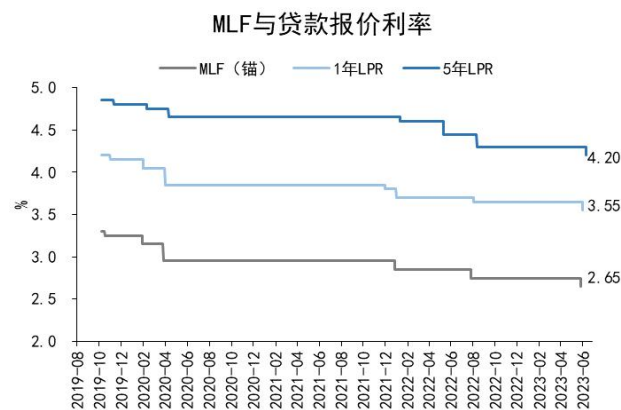
7 月 17 日，央行开展 1030 亿元 1 年期 MLF 操作，中标利率保持在 2.65%。央行其它关键利率无变化。

图19: 央行关键利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: LPR 利率



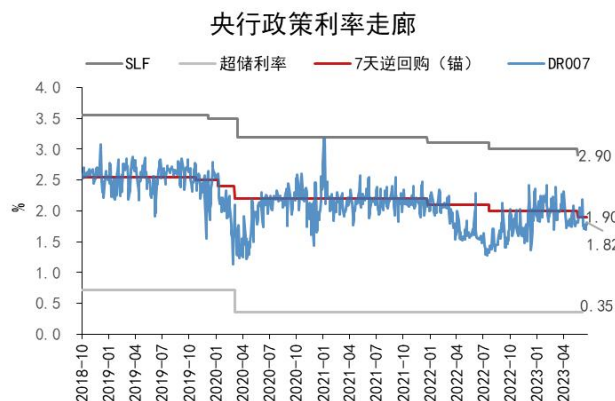
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 市场利率

短端利率方面，隔夜利率与七天利率总体上行。上周五（7 月 14 日），隔夜和七天利率均值（R、DR、GC）较 7 月 7 日分别上行 20bp 和 7bp，位于 1.42%和 1.91%；考虑 R 成交量权重的货币市场加权利率（7 天移动平均）上行 12.14bp 至 1.45%。具体来看，上周五 R001、DR001 较前一周均上行 20bp；R007、DR007 分别上行 8bp、5bp。

存单利率方面，各类发债主体总体上行。上周五（7 月 14 日）国有行 1 年期存单发行利率较 7 月 7 日上行 2.00bp，位于 2.31%；股份行上行 2.67bp 至 2.34%，城商行上行 4.25bp，位于 2.55%。

图21: 短端市场利率与政策锚



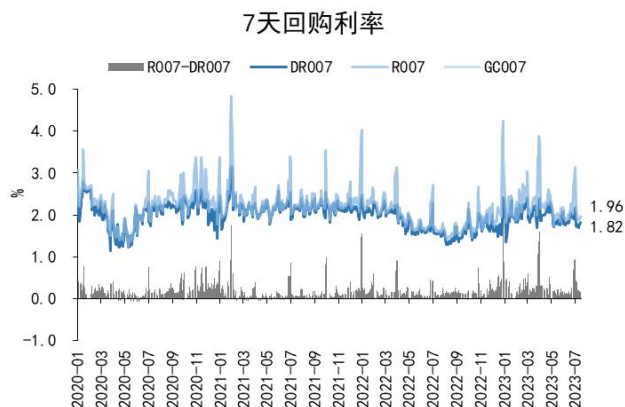
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 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23: 短端流动性分层观察



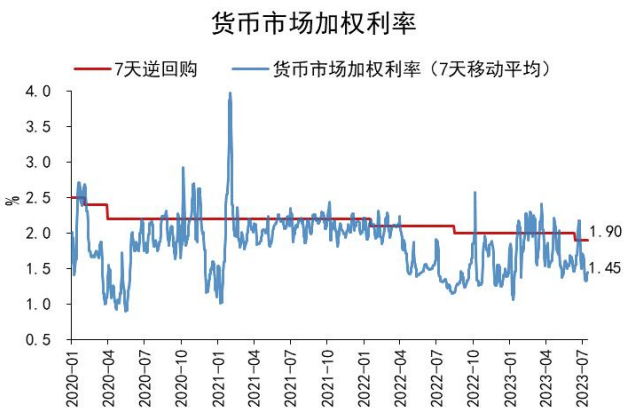
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 中长端流动性分层观察



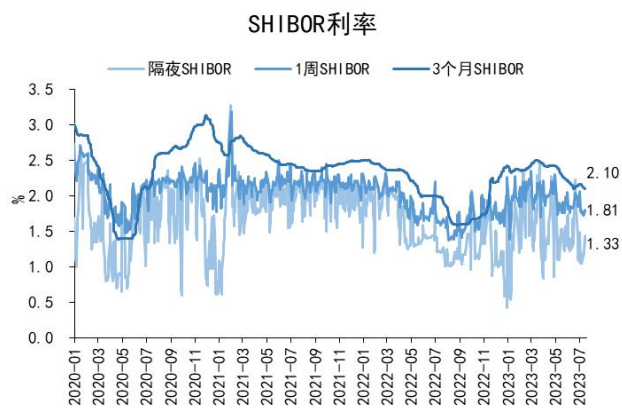
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 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26: SHIBOR 报价利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

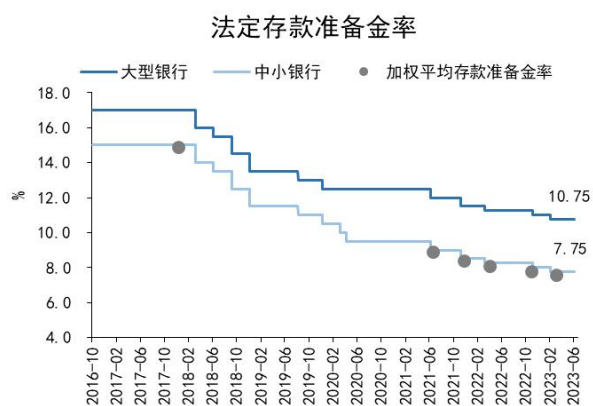
## 国内流动性：上周央行逆回购超量续作

上周（7月10日-7月16日），央行净投放流动性资金180亿元。其中：7天逆回购净投放180亿元（到期130亿元，投放310亿元）；14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元）。

本周（7月17日-7月23日），央行逆回购将到期310亿元，其中7天逆回购到期310亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周一（7月17日）央行7天逆回购净投放310亿元，14天逆回购净投放0亿元，OMO存量为620亿元。

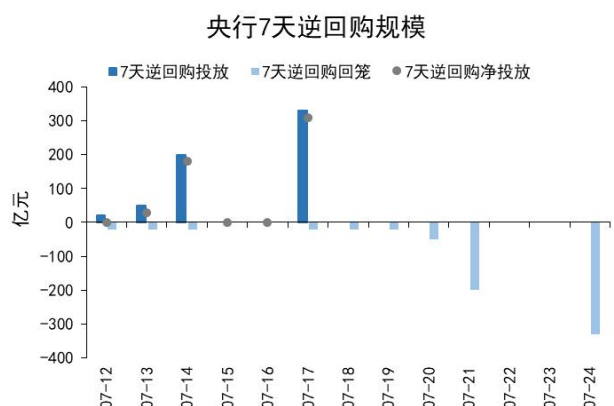
上周（7月10日-7月14日），银行间市场质押回购平均日均成交8.45万亿，较前一周（7月3日-7月7日，8.24万亿）升高0.21万亿。隔夜回购占比为91.6%，较前一周（91.8%）降低0.2pct。

图27：“三档两优”准备金体系



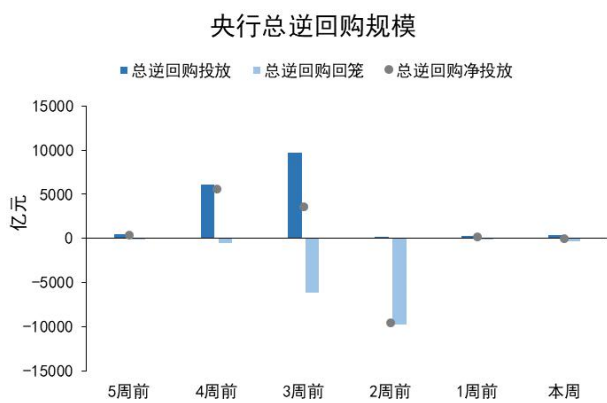
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图28：7天逆回购到期与投放



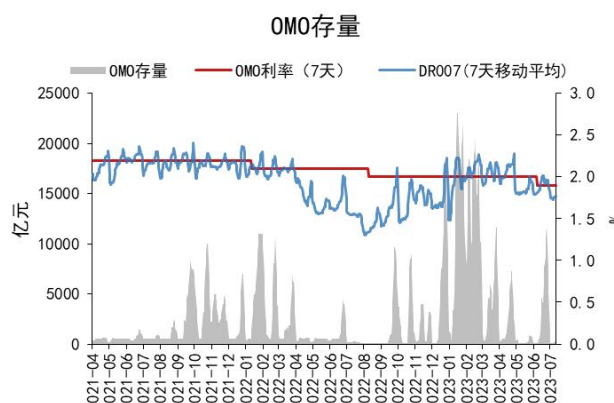
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图29：央行逆回购规模（本周投放截至周一）



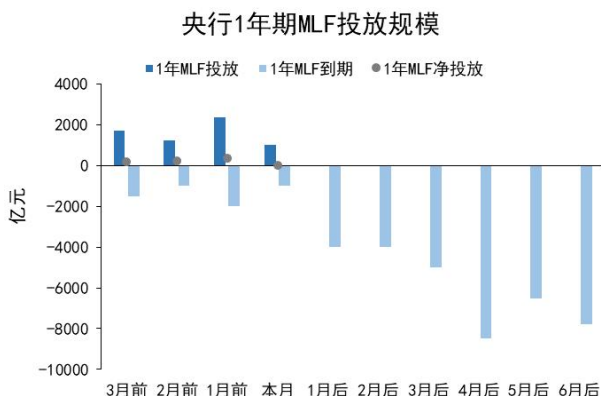
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图30：央行逆回购余额跟踪



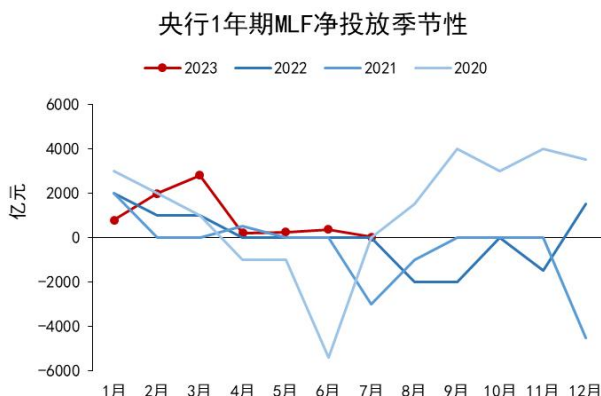
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图31: MLF 投放跟踪



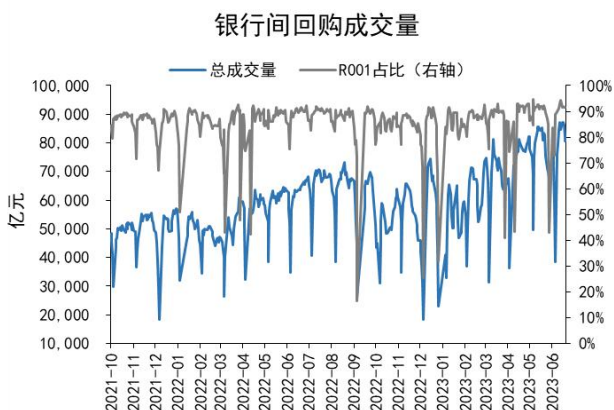
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图32: MLF 投放季节性



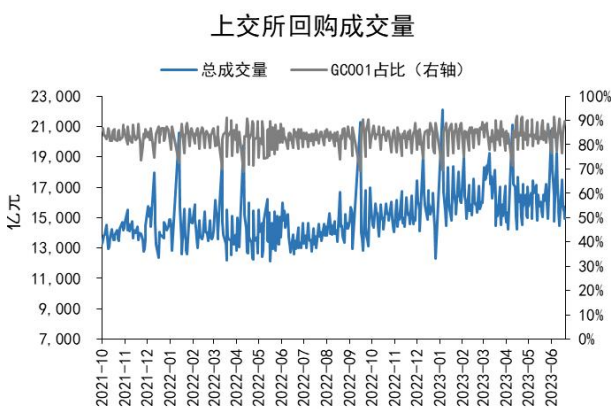
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图33: 银行间回购成交量



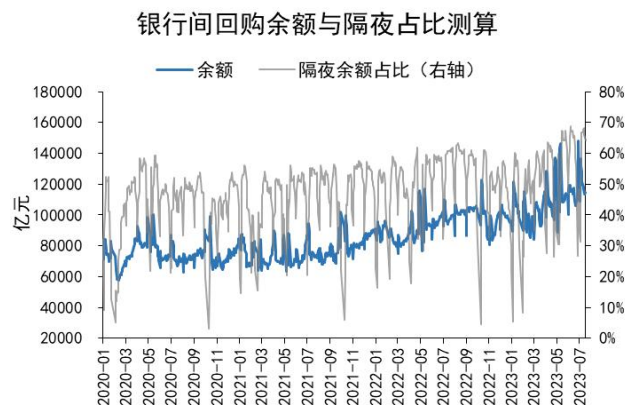
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图34: 上交所回购成交量



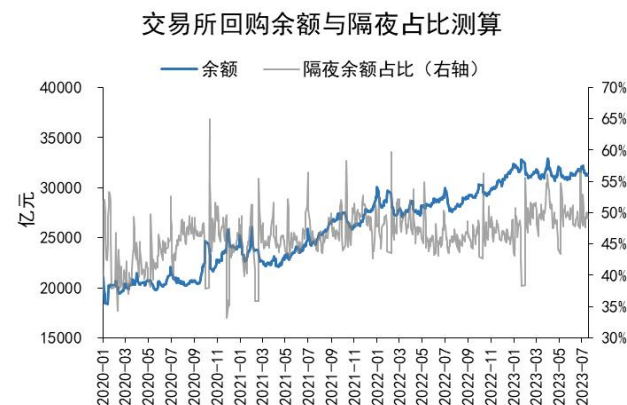
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图35: 银行间回购余额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图36: 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：上周政府债券净融资大幅下降

政府债上周（7月10日-7月14日）共计发行5007.2亿元，净融资-517.9亿元，较前一周（7月3日-7月7日）的2622.3亿元大幅下降。本周计划发行2145.6亿元，净融资额预计为401.6亿元。

同业存单上周（7月10日-7月14日）共计发行4067.6亿元，净融资-1168.0亿元，较前一周（7月3日-7月7日）的1790.0亿元大幅下降。本周计划发行1909.0亿元，净融资额预计为-3521.1亿元。本周同业存单到期量超过5000亿元，提示关注对于流动性的扰动。

政策银行债上周（7月10日-7月14日）共计发行1120.0亿元，净融资898.3亿元，较前一周（7月3日-7月7日）的1005.0亿元小幅下降。本周计划发行290.0亿元，净融资额预计为-100亿元。

商业银行次级债券上周（7月10日-7月14日）共计发行238.0亿元，净融资233.0亿元，较前一周（7月3日-7月7日）的187.0亿元小幅下降。本周计划发行8.0亿元，净融资额预计为-7.0亿元。

企业债券上周（7月10日-7月14日）共计发行3044.5亿元，净融资552.0亿元，较前一周（7月3日-7月7日）的-201.3亿元小幅上升。上周城投债融资贡献约46.62%。本周计划发行942.9亿元，净融资额预计为-1947.4亿元。

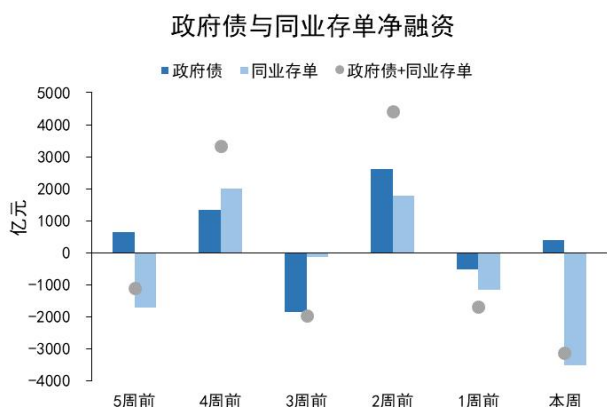
图37：债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）

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	-700.0	333.3	279.6	519.3	123.8	1063.0	657.8	230.0	210.0	2145.6	401.6	5007.2	-517.9
国债	0.0	-700.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	230.0	230.0	230.0	-470.0	4215.0	-387.4
地方政府一般债	0.0	0.0	78.6	78.6	129.8	-240.3	449.7	216.6	0.0	0.0	658.1	-18.1	594.0	-96.4
地方政府专项债	0.0	0.0	254.7	201.0	389.6	364.1	613.2	441.1	0.0	-20.0	1257.5	889.7	198.2	-34.1
同业存单	1909.0	1449.8	0.0	-1096.7	0.0	-1094.4	0.0	-1732.1	0.0	-991.1	1909.0	-3521.1	4067.6	-1168.0
政策银行债	110.0	110.0	180.0	-170.0	0.0	0.0	0.0	-10.0	0.0	-30.0	290.0	-100.0	1120.0	898.3
商业银行次级债	0.0	-15.0	8.0	8.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.0	-7.0	238.0	233.0
企业债	653.7	-59.4	241.9	-86.9	42.8	-350.4	1.0	-544.9	3.6	-445.7	942.9	-1947.4	3044.5	552.0
城投债	236.8	-1.5	43.4	-50.8	10.0	-55.1	0.0	-156.4	0.0	-89.1	290.2	-519.7	1027.9	257.3
产业债	436.9	-37.2	206.5	-61.1	52.8	-340.1	1.0	-406.5	3.6	-356.4	700.8	-1494.5	2076.6	194.7

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

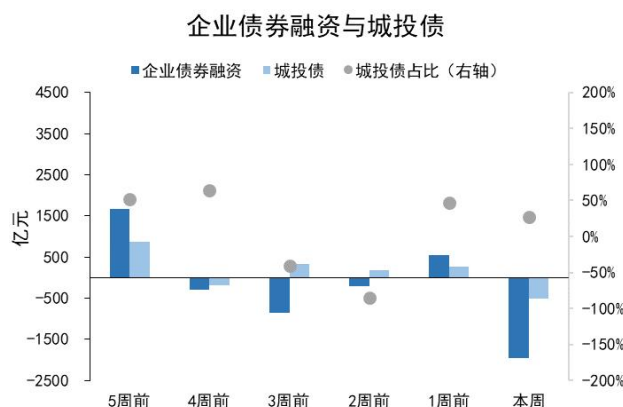


图38: 政府债券与同业存单净融资



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图39: 企业债券净融资与城投债



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 汇率：人民币相对美元大幅升值

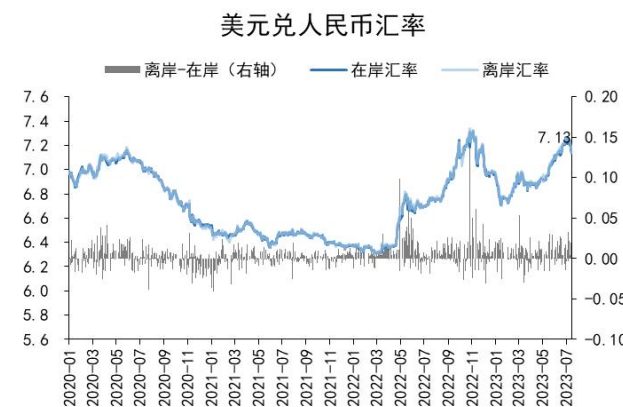
上周五(7月14日)人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周(7月7日)下行0.90至95.94, 同期美元指数下行2.26至99.96。7月14日, 美元兑人民币在岸汇率较7月7日的7.23下行约1011基点至7.13; 离岸汇率下行约1113基点至7.14。

图40: 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41: 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