



宏观专题

“认房不认贷”，房地产市场拐点来了吗？

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001
邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

占烁

资格编号：S0120122070060
邮箱：zhanshuo@tebon.com.cn

相关研究

投资要点：

- **核心观点：**7月24日政治局会议后，主要部委和一线城市相继发声，预计将落地“认房不认贷”、下调存量房贷利率等政策。我们认为，“认房不认贷”的调整意味着“卖一买一”的首付比例将降低14%、房贷利率降低0.83%，将进一步释放改善型的置换需求。但需求释放的持续性尚待政策落地后进一步观察。后续可观察已调整“认房又认贷”的6个核心城市购房需求走势，如郑州在去年3月取消“认房又认贷”后，经历了“反弹-走弱-再反弹”的三个阶段。
- **政策层面对房地产供求关系判断的“三步走”：**最早是2022年12月中央经济工作会议，习总书记指出要“深入研判房地产市场供求关系和城镇化格局等重大趋势性、结构性变化”；半年后，7月14日央行发布会、7月24日政治局会议先后指出“我国房地产市场供求关系发生重大变化”，政策需优化调整。
- **如何理解房地产供求关系的变化：**①总量层面从供给短缺走向供求平衡，2010-2020年我国人均住房从0.93间到1.06间。②但结构层面仍存在区域性住房短缺。2020年，尽管城镇整体的人均住房间数达到1.06，但城镇差异较大。城市地区人均只有0.99间住房，总量仍短缺，镇为1.18间，供给较为充足。分地区来看，东北地区、京津沪三市、广东、海南等地的城镇人均住房仍然不到1间。③国际比较来看，我国目前住房供求关系可对比日本1970年左右。日本在1968年时，套户比达到1.01，实现“一户一套”；1968-1973年，人均住房间数从0.97提高到1.15，跨越“一人一房”。④此外，人口周期变化、城镇化减速都会影响房地产供求关系。
- **政治局会后，房地产政策落地有哪些跟进：**我们研究了相关部门/地区在政治局会后针对房地产政策的表述，发现：(1)“房住不炒”没有被放弃，本次政策调整目的并非简单刺激房地产市场；(2)需求端进一步落地的政策或包括五个方面：①降首付比例；②降低首套房贷利率；③换购住房税费减免；④“认房不认贷”；⑤下调存量房贷利率。其中，“认房不认贷”和下调存量房贷利率是新增政策，其他三项均为存量政策，可能进一步扩大范围。(3)增量政策如何落地？预计将“一城一策”落地，不会是全国“一刀切”。7月31日国常会明确指出“根据不同需求、不同城市等推出有利于房地产市场平稳健康发展的政策举措”。(4)一线城市会放松吗？对一线城市而言，我们认为本次政策调整不是0和1的有无式选择，而是1

到 10 的递进式选择。房地产市场压力更大的广深，政策调整的幅度可能会大于北上。

- **“认房不认贷”影响几何：**（1）目前约 16 个一二线城市仍执行“认房又认贷”，假设全部调整为“认房不认贷”，16 城“卖一买一”的首付比例平均将降低 14%，房贷利率降低 0.83%，将进一步释放改善型的置换需求。（2）但需求释放的持续性要待后续政策落地后进一步观察，可跟踪已调整“认房又认贷”的 6 个核心城市购房需求走势，如郑州在去年 3 月取消“认房又认贷”后，经历了“反弹-走弱-再反弹”的三个阶段。
- **风险提示：** 政策落地节奏慢；一线城市政策的示范效应可能影响其他城市；房地产市场下行超预期，政策也会进一步变动。

内容目录

1. 房地产供求关系如何变化	4
1.1. 政策层面对房地产供求关系判断的“三步走”	4
1.2. 如何理解供求关系的变化	5
2. 政策出台后，房地产市场会迎来拐点吗？	7
2.1. 政治局会后，房地产政策落地有哪些跟进	7
2.2. “认房不认贷”影响几何？	10
3. 风险提示	13

图表目录

图 1: 政策层面对房地产供求关系判断的“三步走”	4
图 2: 商品住宅销售面积同比	5
图 3: 四轮房地产下行周期比较	5
图 4: 2020 年各省市城镇人均住房间数 (间)	6
图 5: 中日人均住房间数 (间)	6
图 6: 日本人口周期与房地产开工	6
图 7: 我国人口周期与房地产开工	6
图 8: 近年来新增城镇化人口大幅减少	7
图 9: 16 个“认房又认贷”城市的首付比例和首套房贷利率	9
图 10: 一线城市新房价格同比	9
图 11: 一线城市新房价格环比	9
图 12: 一线城市二手房价格同比	10
图 13: 一线城市二手房价格环比	10
图 14: 16 个限购城市首套和二套房的贷款利率差与首付比例差	11
图 15: 购房原因	11
图 16: 取消“认房又认贷”城市的二手房成交	12
图 17: 取消“认房又认贷”城市的新房成交	12
图 18: 郑州二手房成交套数	12

1. 房地产供求关系如何变化

1.1. 政策层面对房地产供求关系判断的“三步走”

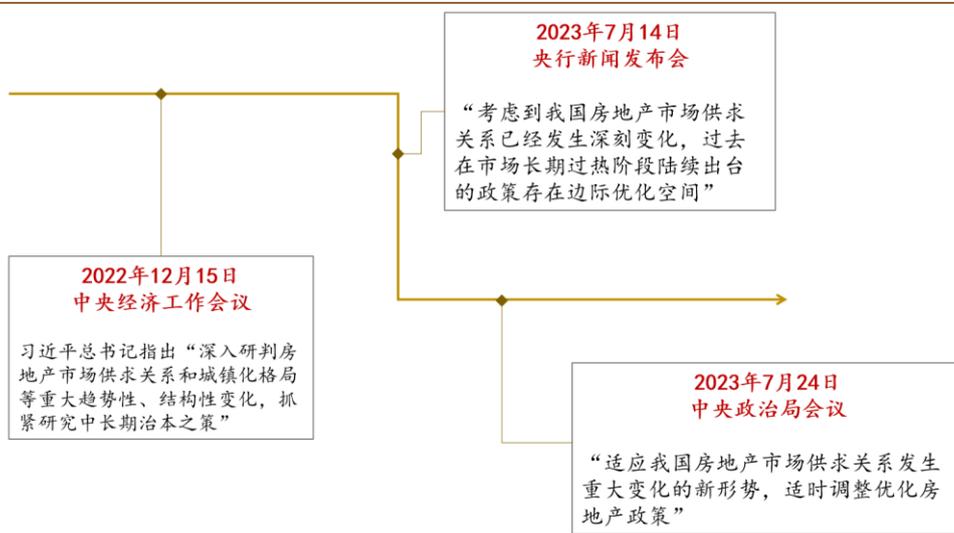
7月24日，政治局会议针对当前房地产形势作出重大判断。中央层面做出供求关系变化的背景，是本轮房地产市场下行周期明显长于前几轮。自2021年7月商品住宅销售面积同比下降以来，已近两年，且市场仍看不到回升动能。前几轮下行周期，商品住宅销售面积下降持续时间大多在8-14个月，随后即开启上行。相比之下，这次下行周期明显拖长，背后即是中长期住房供求关系的变化。

追溯以往政策，7月政治局会议的判断是中央对于房地产供求关系的第三个政策信号。

信号一：2022年底的中央经济工作会议，首次提出要深入研判房地产供求关系变化。《求是》杂志在今年2月中旬发布了习近平总书记在去年12月中央经济工作会议上的讲话，讲话指出“深入研判房地产市场供求关系和城镇化格局等重大趋势性、结构性变化，抓紧研究中长期治本之策”¹。在去年底，中央已经注意到房地产供求关系的变化，并且这一变化包含“趋势性”、“结构性”两个方向。但当时用词是“深入研判”和“抓紧研究”，或表明相关对策并未确立。

信号二：今年7月央行再次指出房地产供需关系变化后，政策存边际优化空间。7月14日央行发布会，提出“考虑到我国房地产市场供求关系已经发生深刻变化，过去在市场长期过热阶段陆续出台的政策存在边际优化空间”²。相比于去年底的表述，政策应对的确定性明显增强。

图 1：政策层面对房地产供求关系判断的“三步走”



资料来源：求是网，国新办，新华社，德邦研究所

¹ 习近平：当前经济工作的几个重大问题 (qq.com)

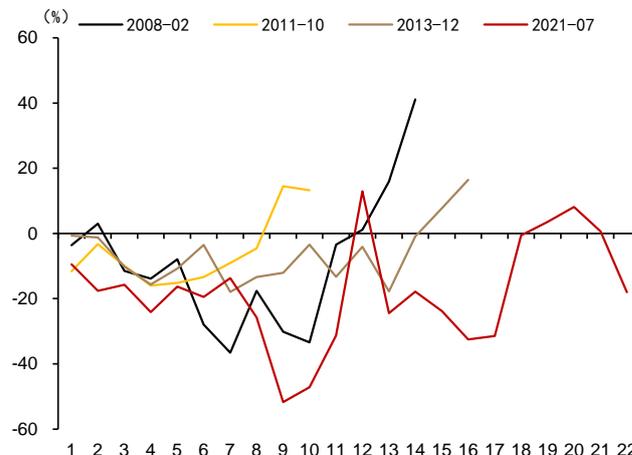
² 国新办举行2023年上半年金融统计数据情况新闻发布会图文实录 (scio.gov.cn)

图 2：商品住宅销售面积同比



资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：四轮房地产下行周期比较



资料来源：Wind，德邦研究所

注：图为商品房销售面积的当月增速，其中横轴代表月，图例为起点时间

1.2. 如何理解供求关系的变化

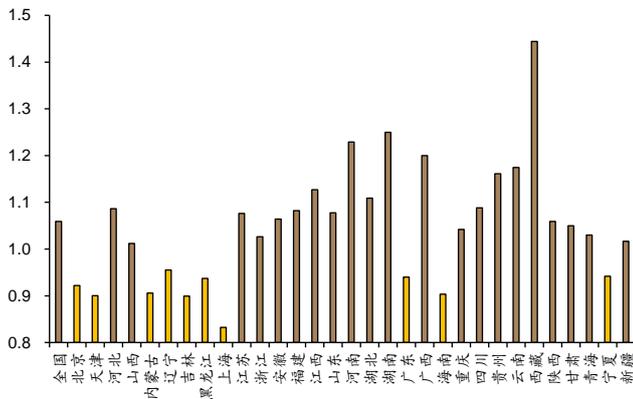
什么是房地产供求关系变化？总量层面从供给短缺走向供求平衡。一般用“一户一套”或“一人一房”衡量住房供求关系，这两条线之下代表住房短缺。由于我国人口普查没有住房套数调查，只有间数调查，因此可以从人均住房间数来判断供求关系。根据七普数据，2020 年我国城镇家庭人均住房间数为 1.06，而前两次普查分别为 0.93、0.77³，即 2010-2020 年我国人均住房从 0.93 间到 1.06 间，总量上的供给短缺走向供求基本平衡。

但结构层面仍存在区域性住房短缺。2020 年，尽管城镇整体的人均住房间数达到 1.06，但城镇差异较大。城市地区人均只有 0.99 间住房，总量仍短缺，镇为 1.18 间，供给较为充足。分地区来看，东北地区、京津沪三市、广东、海南等地的城镇人均住房仍然不到 1 间。

国际比较来看，我国目前住房供求关系可对比日本 1970 年左右。日本在 1968 年时，套户比达到 1.01，实现“一户一套”；1968-1973 年，人均住房间数从 0.97 提高到 1.15，跨越“一人一房”。日本政府住房政策也在此前后发生改变。1966 年日本制订首次“住房建设五年计划”，着眼于增加住房供给数量，解决住房短缺问题；1971 年-2005 年日本又陆续制定了 7 期“住房建设五年计划”，均以提高居住质量为目标。

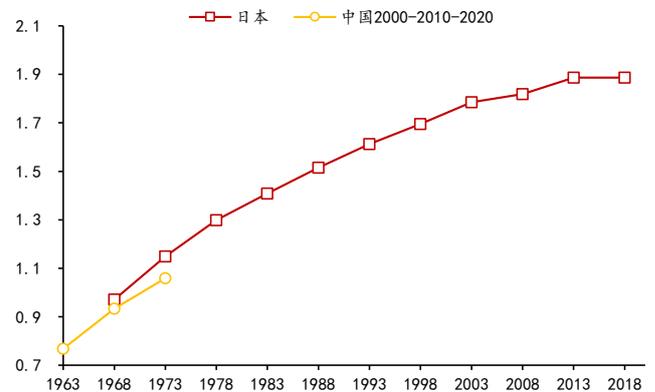
³ 2022 年 7 月外发报告《迎接存量房时代：中国住房供需十年变动》

图 4：2020 年各省市城镇人均住房间数（间）



资料来源：《以日为鉴：从住房短缺到房地产泡沫》，德邦研究所
注：不含港澳台

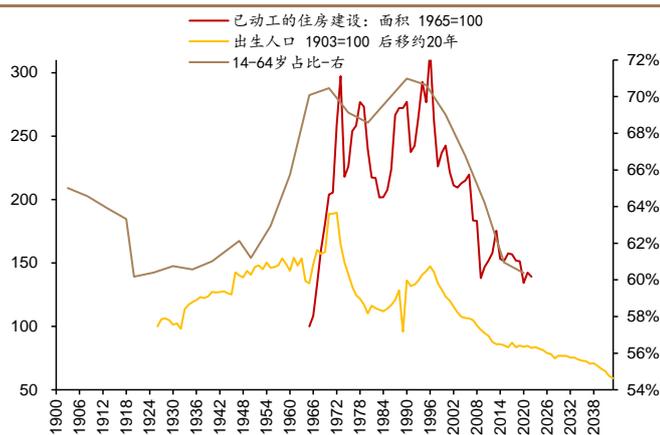
图 5：中日人均住房间数（间）



资料来源：Wind，德邦研究所

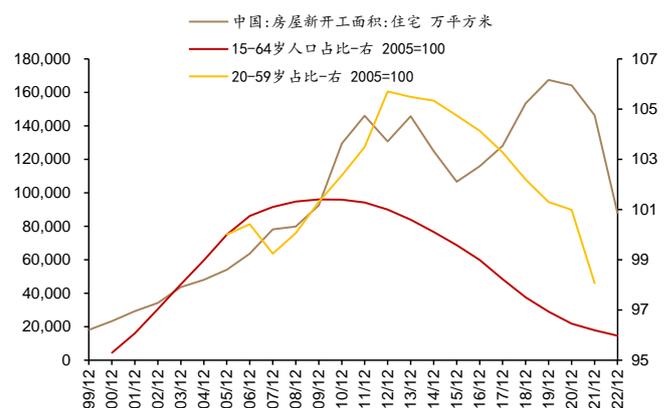
房地产供求关系变化还有哪些表现？人口周期、城镇化。从人口周期来看，代表新增购房需求的劳动年龄人口下降，总人口也开启负增长时代。日本房地产开工与劳动年龄人口占比变化趋势相同，均在 70 年代和 90 年代出现两个波峰。我国 20-59 岁人口比例在 2010 年前后见顶下降，新开工在 2013 年触顶回落，但由于政策的变化，2016 年新开工重新回升，2020 年后再次下降。总人口也从 2022 年开始负增长。从城镇化周期来看，新增城镇人口只有“十三五”期间的一半，刚需大幅减少。2022 年我国城镇化率已超过 65%，开始进入城镇化中后期阶段，新增城镇人口明显减速。“十三五”期间，我国城镇人口增加约 1.1 亿人，年均新增近 2200 万人；但近两年新增城镇人口平均仅 925 万人，2022 年更是只有 646 万。新增城镇人口的大幅减少，意味着每年新增的城镇住房刚需在下降，未来更多依赖改善型需求。

图 6：日本人口周期与房地产开工



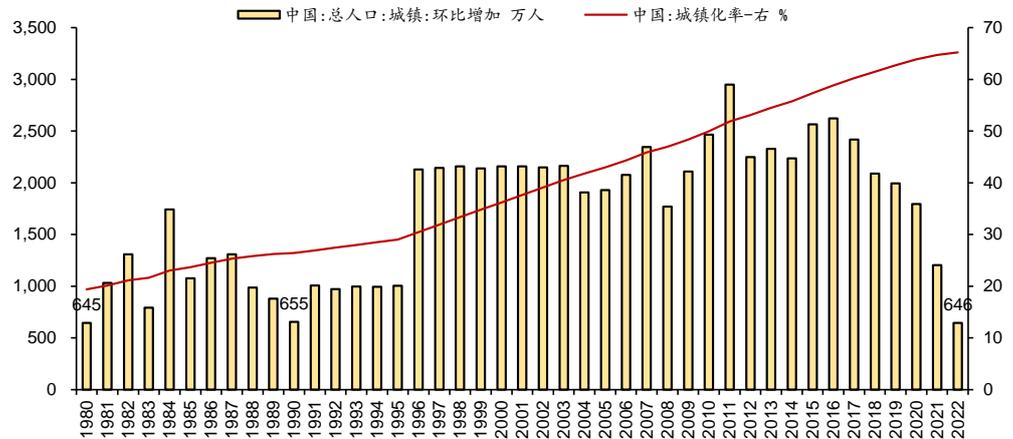
资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：我国人口周期与房地产开工



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：近年来新增城镇化人口大幅减少



资料来源：Wind，德邦研究所

2. 政策出台后，房地产市场会迎来拐点吗？

2.1. 政治局会后，房地产政策落地有哪些跟进

政治局会议对房地产政策定调后，短期内各相关部门密集表态。7月28日至8月1日，已表态的包括：国常会、住建部、央行、北上广深四大一线城市住建委/局。总结各部门和各地区的表述，我们发现：

(1)“房住不炒”没有被放弃，本次政策调整目的并非简单刺激房地产市场。 尽管7月政治局会议未提“房住不炒”，但并不意味着允许炒房投机卷土重来。“房住不炒”在去年10月写入二十大报告，仍将是接下来五年的指导方针，不会因为短期市场和环境变动而改变。本次政策调整是前期出台的系列限制性政策逐渐优化的起点，预计将是渐进式优化，后续可能有其他的政策调整在恰当时机接力，不会像此前几轮周期底部，通过短期、大幅放松以快速刺激市场。

(2)需求端进一步落地的政策或包括五个方面：①降首付比例；②降低首套房贷利率；③换购住房税费减免；④“认房不认贷”；⑤下调存量房贷利率。 其中，“认房不认贷”和下调存量房贷利率是新增政策，其他三项均为存量政策，可能进一步扩大范围。具体来看，①降低首付比例，目前部分首套房首付比例 $\geq 30\%$ 的二线城市（图9），在市场偏冷时存在下调可能。②降低首套房贷利率，年初发布《建立首套住房贷款利率政策动态调整机制》后，各地可在满足条件时自主决定下调或取消房贷利率下限，实际上大部分城市均可自主下调利率⁴。央行在4月14日发布会曾指出，3月以来短短一个多月时间里，全国有一百多个城市自主下调了房贷利率，幅度在20BP-60BP不等⁵。③换购住房税费减免，2022年9月，财政部、税务总局发布《关于支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠，该政策截至2023年12月31日，但如果下半年市场仍无起色，不排除政策延期可能。

后两项新增政策的调整更值得期待。④“认房不认贷”，按照中指数据，目前有约16城仍执行“认房又认贷”政策，包括4个一线城市和武汉、成都等12个

⁴ 人民银行、银保监会建立首套住房贷款利率政策动态调整机制 服务信息 中国政府网 (www.gov.cn)

⁵ 央行：3月以来已有一百多个城市的银行自主下调房贷利率 (baidu.com)

二线城市(图9),这16个城市有望放松至“认房不认贷”,释放部分改善型需求。
 ⑤下调存量房贷利率,在714发布会,央行就提出“按照市场化、法治化原则,我们支持和鼓励商业银行与借款人自主协商变更合同约定,或者是新发放贷款置换原来的存量贷款”;8月1日的下半年工作会议上,央行进一步明确要“指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率”,我们预计8月将逐步落地。相关政策及影响参考我们7月23日发布的报告《存量房贷利率调整:如何实现&有何影响?》。

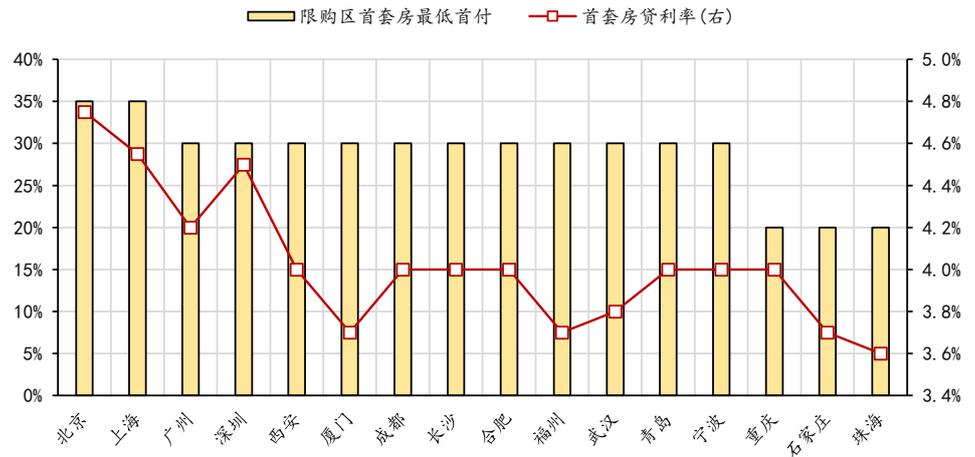
(3) 增量政策如何落地? 预计将“一城一策”落地,不会是全国“一刀切”。
 7月31日国常会明确指出“根据不同需求、不同城市等推出有利于房地产市场平稳健康发展的政策举措”,也说明了这一点。不同城市,房地产市场冷热程度以及存量房贷利率差异极大,不可能统一调整,部分城市甚至可能“因区施策”,给不同城区政策落地带来差异。

表 1: 政治局会后相关单位对房地产政策调整的表态

发布时间	部门/地方	表态
7月28日	住建部	要继续巩固房地产市场企稳回升态势,大力支持刚性和改善性住房需求, 进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施 ;继续做好保交楼工作,加快项目建设交付,切实保障人民群众的合法权益。
7月29日	北京市住建委	市住房城乡建设委将认真学习领会中央政治局会议精神,按照倪虹部长在企业座谈会上的讲话要求,在市委、市政府领导下,坚持稳中求进工作总基调,结合北京房地产市场实际情况,会同相关部门抓紧抓好贯彻落实工作, 大力支持和更好满足居民刚性和改善性住房需求,促进北京房地产市场平稳健康发展 。
7月30日	深圳市住建局	市住房建设局坚决贯彻习近平总书记关于住房工作的重要指示精神,认真学习领会中央政治局会议精神,按照倪虹部长在企业座谈会上的讲话要求,在市委、市政府领导下,以及上级有关部门指导下,结合我市房地产实际情况,会同市有关部门、中央驻深机构和各区抓好贯彻落实, 更好满足居民刚性和改善性住房需求,扎实推进保交楼工作,切实维护房地产市场秩序,促进我市房地产市场平稳健康发展 。
7月30日	广州市住建局	广州市住建局正认真学习领会中央政治局会议精神,按照倪虹部长在有关座谈会上的讲话要求,在市委、市政府领导下,坚持稳中求进工作总基调,实事求是抓紧推进落实,将结合广州实际尽快推出有关政策措施, 大力支持、更好满足刚性和改善性住房需求,促进广州房地产市场平稳健康发展 。
7月31日	国务院(常务会议)	要调整优化房地产政策,根据不同需求、不同城市等推出有利于房地产市场平稳健康发展的政策举措,加快研究构建房地产业新发展模式 。
8月1日	上海市住建委	市住房城乡建设管理委、市房屋管理局召开专题会议,认真学习领会7月24日中央政治局会议和近期一系列重要会议精神,研究部署下一阶段全面推进“两旧一村”改造等民心实事工程。市住房城乡建设管理委、市房屋管理局将在市委、市政府领导下,坚持稳中求进工作总基调,完整、准确、全面贯彻新发展理念, 因城施策,支持刚性和改善性住房需求,做好保交楼、保民生、保稳定工作,促进上海房地产市场平稳健康发展 。
8月1日	央行	落实好“金融16条”,延长保交楼贷款支持计划实施期限,保持房地产融资平稳有序,加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度。 因城施策精准实施差别化住房信贷政策,继续引导个人住房贷款利率和首付比例下行,更好满足居民刚性和改善性住房需求。指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率 。

资料来源: 中国政府网, 住建部, 北上广深住建委/局, 央行, 南方都市报, 德邦研究所

图 9：16 个“认房又认贷”城市的首付比例和首套房贷利率

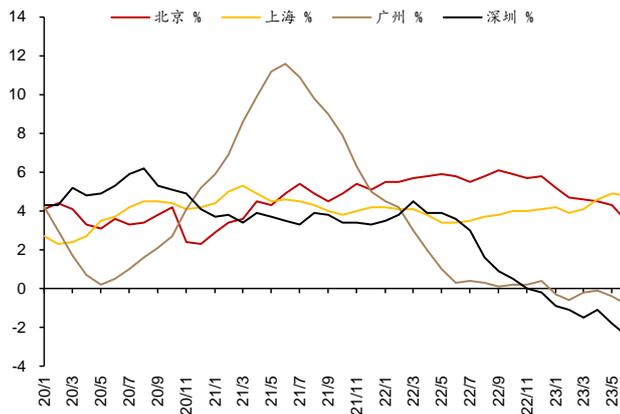


资料来源：中指研究院，德邦研究所

注：(1) 此外杭州、天津等多个未执行“认房又认贷”城市首套最低首付比例为 30%；(2) 首付比例成都三圈层 20%；武汉仅二环内限购，非限购区 20%；青岛仅市南区、市北区限购，非限购区 20%

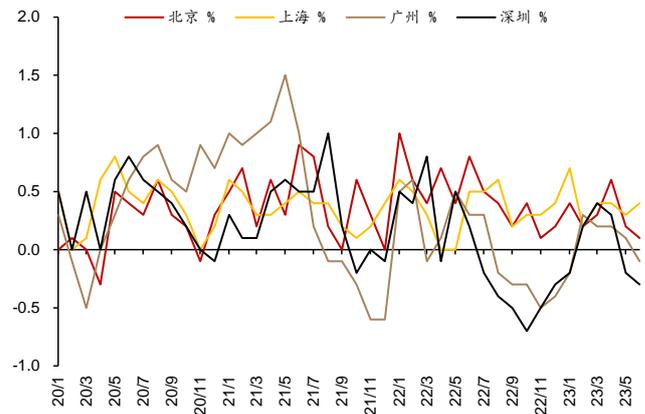
(4) 一线城市会放松吗？对一线城市而言，我们认为本次政策调整不是 0 和 1 的有无式选择，而是 1 到 10 的递进式选择。房地产市场压力更大的广深，政策调整的幅度可能会大于北上。新房市场，北上两城房价同比增速自 2020 年初以来长期在 4% 上下波动，维持平稳增长；而广深的新房价格同比增速分别在今年 1 月、去年 12 月开始负增长，房价下跌已持续半年。二手房方面，北上房价同比增速自 2021 年中以来不断下降，但始终维持增长，近期上海有一定压力，6 月同比增速仅 0.2%。广深二手房价同比分别自 2022 年 9 月、2022 年 1 月开始负增长，已持续下降 10 和 18 个月。从市场情况和四个一线城市的表态来看，广深的政策优化幅度可能更大，北上幅度可能较小，“因区施策”可能成为一线城市的选择。

图 10：一线城市新房价格同比



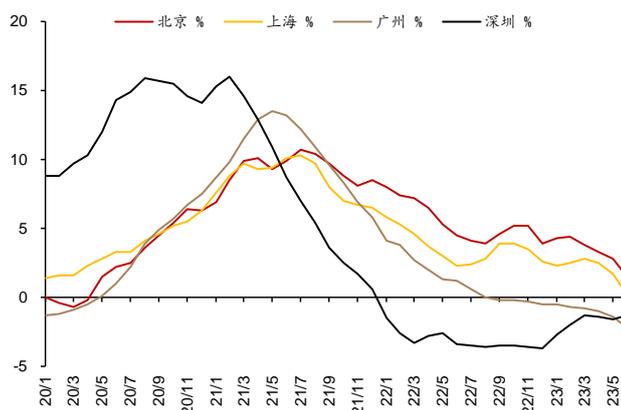
资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：一线城市新房价格环比



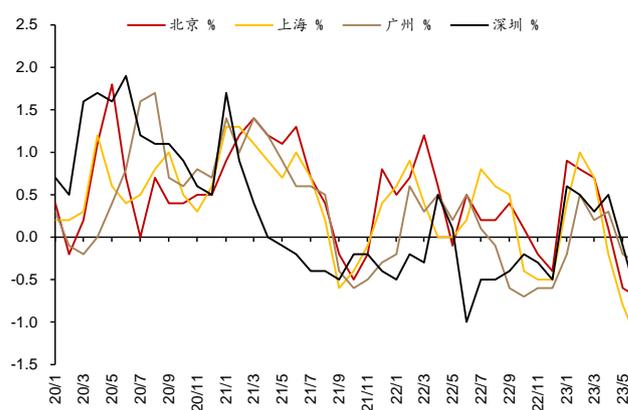
资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：一线城市二手房价格同比



资料来源：Wind，德邦研究所

图 13：一线城市二手房价格环比



资料来源：Wind，德邦研究所

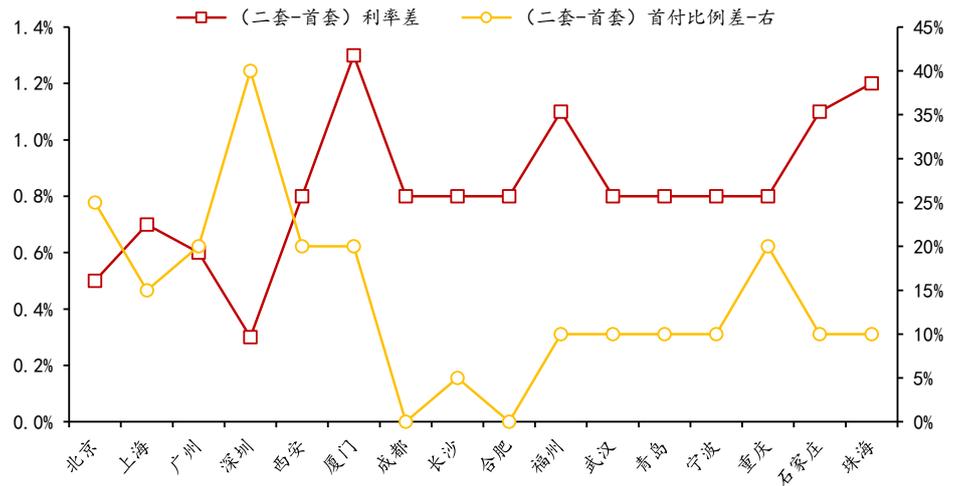
2.2. “认房不认贷”影响几何？

“认房又认贷”的限购政策有过多放和收紧。比如在 2014 年时，楼市低谷期，42 个限购城市取消限购，只有北上广深 4 个一线城市仍维持⁶。2022 年以来，随着市场压力加大，部分城市也对该政策有所放松，目前仅约 16 个城市仍执行“认房又认贷”。

若前述 16 个一二线城市全部调整为“认房不认贷”，“卖一买一”的首付比例降低 14%，房贷利率降低 0.83%，将进一步释放改善型的置换需求。我们测算了 16 个“认房又认贷”城市，首套房和二套房的首付比例、贷款利率两个指标的差距，这两个差即是政策调整后带来的效果。假设 16 个城市全部调整为“认房不认贷”，“卖一买一”的房贷利率能降低 0.3%-1.3% 个点，平均降低 0.83%，大部分城市首付比例能调降 5%-40%，平均降低 14%。不同城市差别较大，4 个一线城市首套房房贷利率和二套房首付比例偏高，因此房贷利率平均只能降低 0.5%，但首付比例平均能下降 25%。因此，政策调整后将激活“卖一买一”的改善型需求，特别是下半年换购住房税费减免仍在执行，预计二者将叠加生效，促进改善型的置换需求。

⁶ <https://mp.weixin.qq.com/s/JqOAaMtzVmZ0uX-il6fcgQ>

图 14: 16 个限购城市首套和二套房的贷款利率差与首付比例差

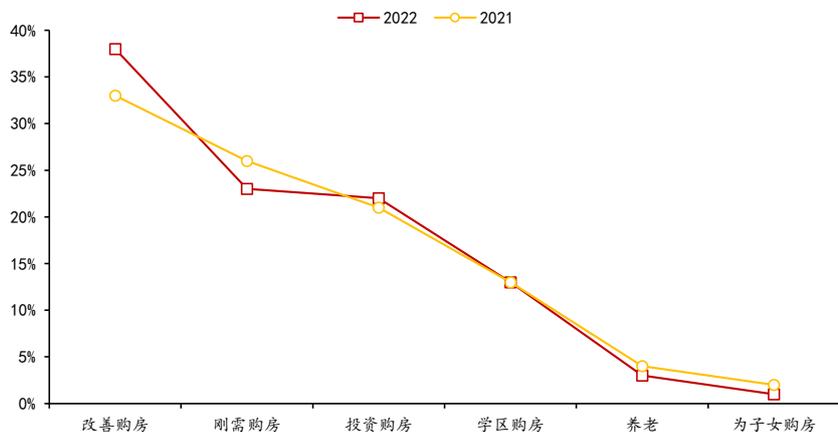


资料来源：中指研究院，德邦研究所

按照贝壳研究院的数据，“认房又认贷”政策对置换需求的影响十分明显。如 2021 年在北京链家 180 天内“卖一买一”的比例比 2020 年下降近 5 个百分点，比 2017 年下降 11 个百分点。2022 年 1 月天津“卖一买一”占总成交的比例较上年同期下降 5 个百分点，成都下降 3 个百分点⁷。

预计购房结构中四到五成是改善需求。贝壳研究院数据指出，改善性需求相关支持政策潜力的释放有望激活需求结构中 54% 的庞大人群，进一步放大、激活整个系统的置换链条⁸。中指的调查数据显示，2022 年已购房人群中改善需求占比 38%，刚需仅 23%。综合贝壳和中指的调查，购房需求中改善需求占比可能有 4 至 5 成，这部分需求的释放对整体购房需求影响较大。

图 15: 购房原因



资料来源：中指研究院，德邦研究所

但需求释放的持续性可能要待政策落地后进一步观察。今年房地产基本面远好于去年，人员流动、居民就业和收入等方面较去年都有明显改善，但商品房销售在 3-4 月小阳春过后即转下降，上半年全国商品住宅销售面积同比下降 2.8%。下半年市场走势，待 8 月政策陆续落地后再进一步观察。

对政策效果的跟踪，后续可观察已调整“认房又认贷”的 6 个核心城市购房需求走势。我们选择了南京、无锡、苏州、杭州、郑州、佛山等 6 个城市，这 6 个城市均已调整“认房又认贷”，现执行“认房不认贷”或“仅认贷”。今年年初以

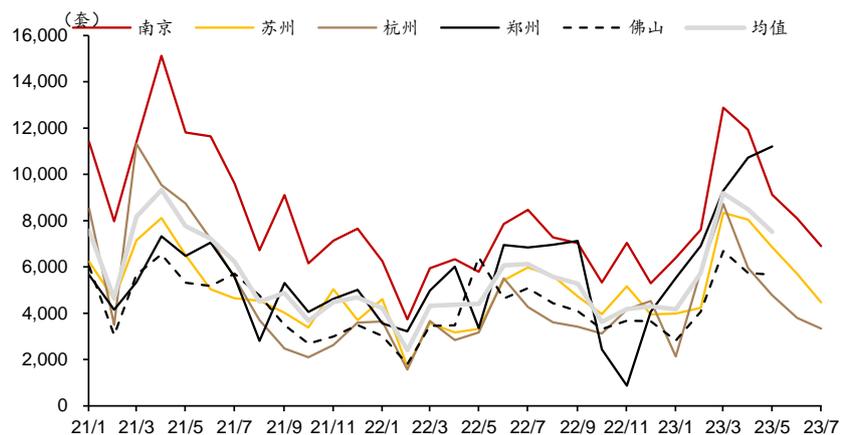
⁷ https://mp.weixin.qq.com/s/a4rxylW_RQV90qiul7yb6A

⁸ 贝壳发布楼市半年报：N 型底部突破态将形成 手机新浪网 (sina.cn)

来，这批城市的二手房成交随着积压需求的释放而快速反弹，新房回升幅度较小，4月后随着整体市场的走弱而有所下降（图 16-17）。

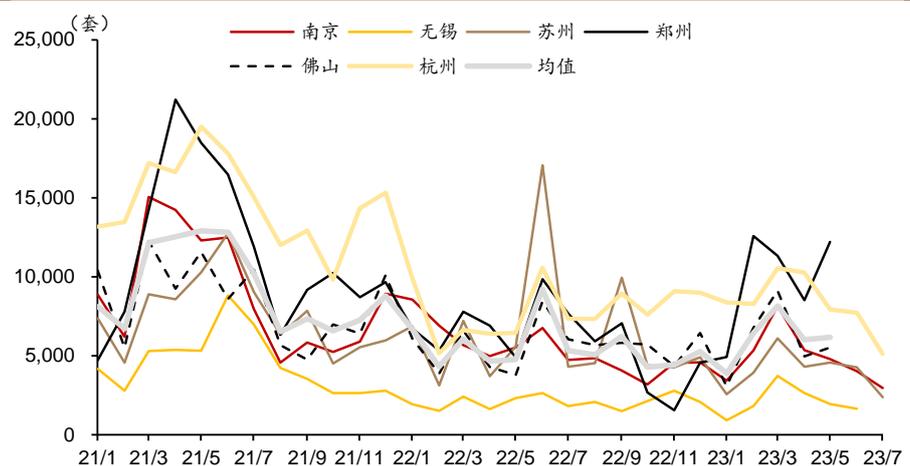
郑州去年取消“认房又认贷”后，经历了“反弹-走弱-再反弹”的三个阶段。2022年3月1日，郑州市发布18条“救市”措施，取消“认房又认贷”，成为全国首个明确放松限购限贷的强二线省会城市⁹。放松后，当月郑州二手房成交4971套，环比增长54%，比41%的历史均值高13个点；但随后4月开始走弱，成交套数的环比增速降至21%，大幅低于历史均值44%。取消“认房又认贷”后，2022年3-12月郑州二手房成交仍比上年少近4000套。2022年底，郑州再次出台12条政策支持房地产市场发展，包括适度调整限购区域、支持团购在售商品住房等¹⁰。2023年随着疫情后挤压需求释放，叠加前期宽松政策见效，郑州二手房市场再次迎来复苏，成交量达到2017年以来同期最高。

图 16：取消“认房又认贷”城市的二手房成交



资料来源：Wind，德邦研究所

图 17：取消“认房又认贷”城市的新房成交

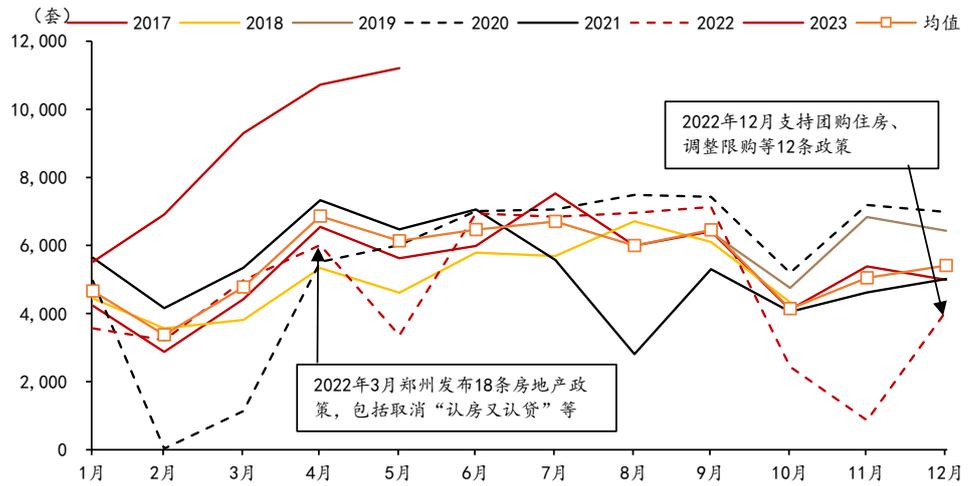


资料来源：Wind，德邦研究所

图 18：郑州二手房成交套数

⁹ 郑州房地产新政 18 条出台，提出要引导在郑金融机构下调住房贷款利率 (baidu.com)

¹⁰ 郑州 12 条举措支持房地产市场平稳健康发展 (stcn.com)



资料来源: Wind, 德邦研究所

3. 风险提示

- (1) 政策落地节奏慢;
- (2) 一线城市政策的示范效应可能影响其他城市;
- (3) 房地产市场下行超预期, 政策也会进一步变动。

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）青年研究员，重阳金融研究院客座研究员，清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。