

货币政策与流动性观察

允许信贷投放“喘口气”

核心观点

允许信贷投放“喘口气”

7月我国新增社融 5282 亿元（预期 1.12 万亿元），新增人民币贷款 3459 亿元（预期 8446 亿元），两者均不及市场预期。M2 同比增长 10.7%，同样低于预期（11.1%）。

我们做出三点提示：

一是金融数据显著走弱。社融和信贷的回落幅度均明显强于季节性，社融创 2016 年 7 月以来新低。从社融的同比表现看，主要拖累来自信贷，主要贡献来自非标，政府债券融资和企业直融表现相对中性。

二是信贷受居民中长贷较大拖累。规模上，新增人民币贷款在低基数下同比少增 3331 亿元，创 2009 年 12 月以来新低，主要受居民贷款拖累（同比多减 3224 亿元，贡献 96.8%）。其中居民中长贷同比多减 2158 亿元（贡献信贷同比降幅的 64.8%），结合居民存款同比下降，可能指向提前还贷在季初较为集中，当月商品房销售面积显著下滑也构成一定拖累。

三是应允许信贷投放“喘口气”。总体而言，7 月金融数据的走弱，短期看主要是 6 月“前置投放”的信贷资金进入“消化期”；中期看则是当前我国经济“波浪式发展”背景下的自然过程，应尊重这个客观规律，不必过度担忧。在实体经济真实融资需求相对保守的情况下，允许信贷投放“喘口气”，有助于改善存量资金利用率，提升金融运转效能。前瞻地看，央行 8 月 15 日超预期降息，叠加地方专项债发行加速等利好也有望对三季度金融数据形成提振，8、9 月金融数据将逐月修复。

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

S0980513100001

联系人：田地

0755-81982035

tianti2@guosen.com.cn

基础数据

固定资产投资累计同比	3.40
社零总额当月同比	2.50
出口当月同比	-14.50
M2	10.70

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-国信宏观扩散指数 B 继续小幅下行》——2023-08-15
- 《高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数降幅继续收窄》——2023-08-10
- 《货币政策与流动性观察-跨月后资金利率回落至“政策锚”下方》——2023-08-08
- 《宏观经济宏观周报-7 月流通领域生产资料价格持续上涨指向需求持续好转》——2023-08-07
- 《高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数降幅收窄》——2023-08-04

内容目录

周观点：允许信贷投放“喘口气”	5
社融：信贷拖累	6
货币：M2-M1 剪刀差继续扩大	7
小结：三季度金融数据将逐月修复	8
周流动性回顾：央行逆回购缩量续作	9
流动性观察	11
外部环境：美联储9月加息预期降温	11
国内利率：短端利率总体上行	12
国内流动性：上周央行逆回购缩量续作	14
债券融资：上周政府债券净融资有所下降	16
汇率：美元走强	17

图表目录

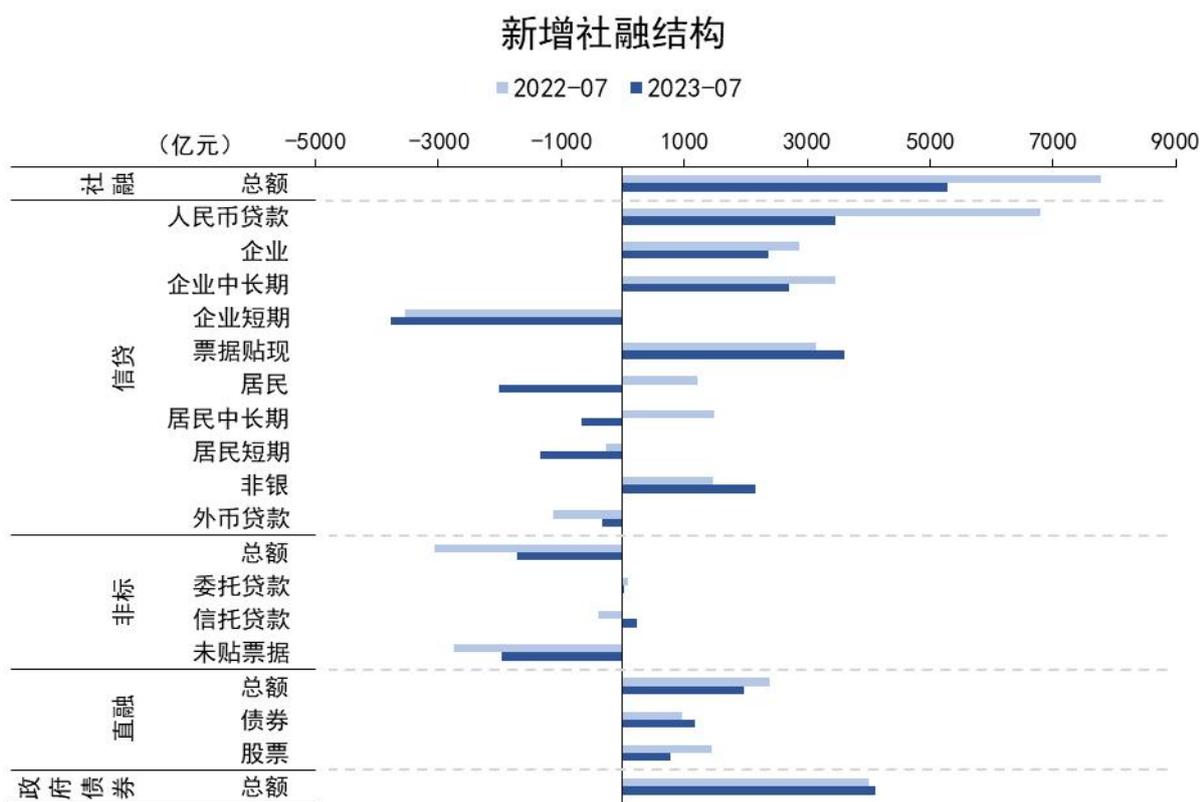
图 1: 金融数据分项一览	5
图 2: 7 月新增社融超季节性走弱	5
图 3: 7 月新增信贷超季节性走弱	5
图 4: 7 月居民贷款再度负增长	6
图 5: 7 月企业贷款结构显著恶化	6
图 6: 7 月居民短贷萎缩幅度更大	6
图 7: 7 月楼市销售面积同比持续负增长	6
图 8: 我国实体经济仍以间接融资为主	7
图 9: 水泥发运率与季节性水平差距再度扩大	7
图 10: M2-M1 剪刀差持续扩大	8
图 11: 社融-M2 倒挂幅度有所收敛	8
图 12: 狭义流动性扩散指数（上升指向宽松，下降指向紧缩）	9
图 13: 价格指数	9
图 14: 数量指数	9
图 15: 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：允许信贷投放“喘口气”

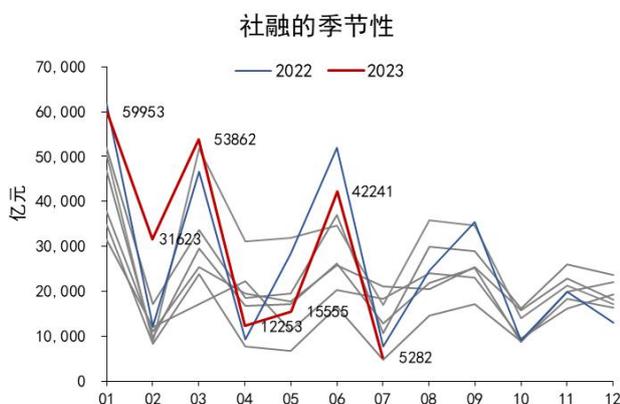
7月我国新增社融5282亿元（预期1.12万亿元），新增人民币贷款3459亿元（预期8446亿元），两者均超季节性走弱，不及市场预期。M2同比增长10.7%，同样低于预期（11.1%）。

图1：金融数据分项一览



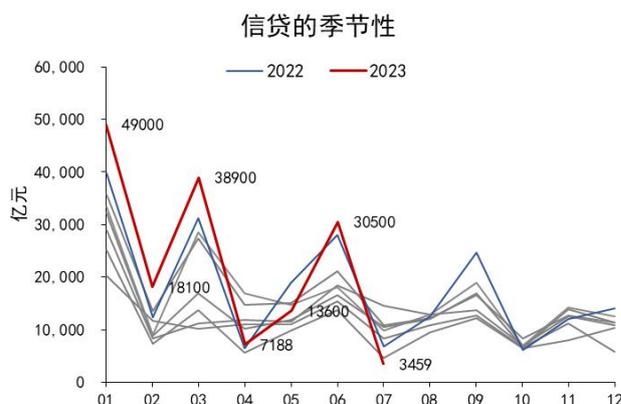
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：7月新增社融超季节性走弱



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：7月新增信贷超季节性走弱



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

社融：信贷拖累

新增社融创 2016 年 7 月以来新低,同比增速在低基数下再次下降 0.1pct 至 8.9%。社融同比大幅少增 2503 亿元,环比少增 3.70 万亿元。从分项同比看,拖累主要来自信贷。各科目对同比下降的贡献排名如下:非标(贡献-53.1%)、政府债券(贡献-4.4%)、企业直融(贡献 17.3%)和信贷(贡献 116.9%)¹。

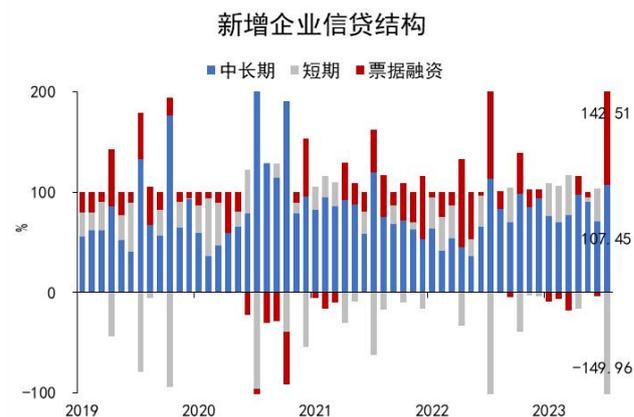
人民币贷款

图4: 7月居民贷款再度负增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 7月企业贷款结构显著恶化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

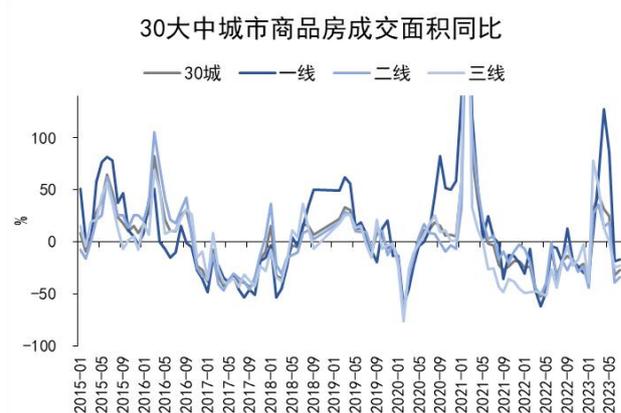
7月贷款总量和结构同时走弱。以信贷(非社融)口径计,新增人民币贷款在低基数下同比少增 3331 亿元,创 2009 年 12 月以来新低,主要受居民贷款拖累(同比多减 3224 亿元,贡献 96.8%)。环比上,居民和企业部门贷款均出现超季节性的大幅回落。总体而言,企业贷款表现优于居民贷款,中长期贷款韧性强于短期贷款。

图6: 7月居民短贷萎缩幅度更大



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 7月楼市销售面积同比持续负增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

一方面,企业信贷全面走弱,支撑来自票据融资。当月非金融企业贷款新增 2378 亿元,同比少增 499 亿元。今年以来韧性较强的中长贷显著走弱,当月仅增加 2712 亿元,同比少增 747 亿元。短期信用方面,企业短贷大幅萎缩,减少 3785 亿元,

¹ ABS 和贷款核销两项尚未公布。

同比多减 239 亿元；信贷投放压力下，票据融资成为企业贷款的主要支撑，新增 3597 亿元，创近 14 个月新高，贡献了新增企业贷款的 142.5%；同比也多增 461 亿元。

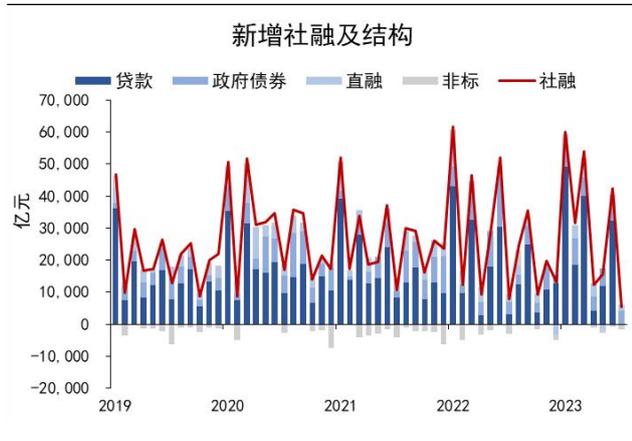
另一方面，居民贷款再度转负，短贷与中长贷同时负增长。当月新增居民贷款 -2007 亿元，在低基数下同比减少 3224 亿元。结构上，居民短贷与中长贷同时萎缩：短贷减少 1335 亿元，同比多减 1066 亿元。中长贷减少 672 亿元，同比多减 2158 亿元，结合居民存款同比下降，可能指向提前还贷在季初较为集中。此外，本月房地产销售面积环比显著滑落也形成一定拖累。

非标、直接融资与政府债券

政府债券融资保持平稳，有望对三季度社融形成支撑。当月新增政府债融资 4109 亿元，大体维持近几个月的节奏，同比多增 111 亿元。根据《21 世纪经济报道》的消息，财政部要求将今年剩余的专项债额度（约 1.2 万亿）在 9 月底前发行完毕，预计对 8、9 月社融形成一定支撑。

表外融资是本月社融的最大支撑。非标当月融资 -1724 亿元，同比少减 1329 亿元。其中，未贴现银行承兑汇票大幅减少 1962 亿元，与表内票据融资大幅增加相对应；信托与委托贷款同时转正：信托贷款增加 230 亿元，同比多增 628 亿元；委托贷款小幅增加 8 亿元，同比少增 81 亿元。信托+委托贷款同比多增 547 亿元，已连续三个月小幅下滑。

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：水泥发运率与季节性水平差距再度扩大



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

企业直融保持韧性。当月企业直接融 1965 亿元，同比少增 432 亿元。其中企业债券 1179 亿元，同比多增 219 亿元。企业股权融资新增 786 亿元，同比少增 651 亿元。

货币：M2-M1 剪刀差继续扩大

受贷款和季初缴税高峰等因素拖累，7 月 M2 同比增速大幅回落 0.6pct 至 10.7%。从结构看，当月新增居民存款减少 8093 亿，同比多减 4713 亿元；企业存款减少 1.53 万亿，同比大幅多减 4900 亿元。7 月是缴税大月，当月财政存款增加 9078 亿，同比增加 4215 亿，主要受到去年留抵退税政策等基数因素影响。

M1 同比增速 -0.8pct 至 2.3%，M2-M1 增速剪刀差相应扩大 0.2pct 至 8.4%，指向增量货币利用率持续下降。此外，在上个月的小幅扩张后，社融-M2 的倒挂幅度

重回年初以来的修复轨道，从 2.3% 显著收窄 0.5pct 至 -1.8%，指向 6 月“前置投放”的流动性有所消化。

图10: M2-M1 剪刀差持续扩大



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 社融-M2 倒挂幅度有所收敛



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

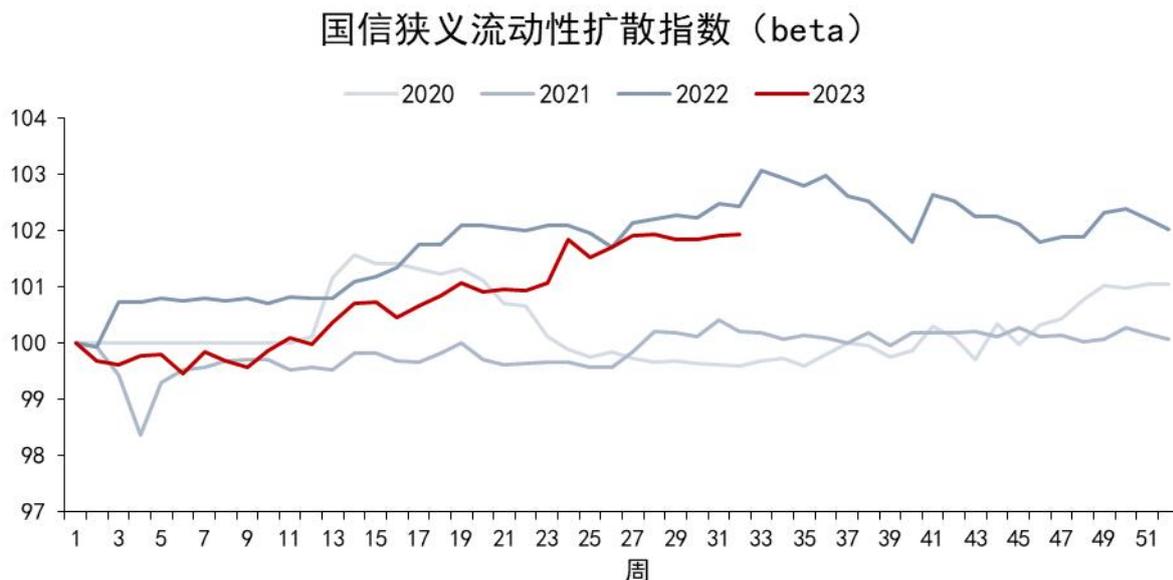
小结：三季度金融数据将逐月修复

总体而言，7月金融数据的走弱，短期看主要是6月“前置投放”的信贷资金进入“消化期”；中期看则是当前我国经济“波浪式发展”背景下的必然过程，应尊重这个客观规律，不必过度担忧。在实体经济真实融资需求相对保守的情况下，允许信贷投放“喘口气”，有助于改善存量资金利用率，提升金融体系效能。前瞻地看，央行8月15日超预期降息，叠加地方专项债发行加速等利好有望对三季度金融数据形成提振，8、9月金融数据将逐月修复。

周流动性回顾：央行逆回购缩量续作

海外方面，上周（8月7日-8月11日）全球货币政策无重大变化。8月8日，美联储票委哈克表示，美国经济正处于平稳回落的轨道上，美联储可能已经达到可以保持利率稳定的阶段，将需要暂时保持利率稳定。美联储联邦资金利率期货隐含的9月FOMC加息25bp的可能性约1成（11.5%），不加息的可能性约9成（88.5%）。

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（8月7日-8月11日）狭义流动性基本延续近一个月的稳定态势。国信狭义流动性高频扩散指数较此前一周（7月31日-8月4日）边际上升0.03至101.93。其中价格指标贡献113.10%，数量指标贡献-13.10%。价格指数上升（宽松）主要由上上周全周标准化后的同业存单加权利率、R/DR加权利率偏离度（7天/14天利率减去同期限政策利率）总体环比下行形成支撑，R001总体环比上行形成拖累。央行上周逆回购缩量续作对数量指数形成拖累。除税期外，

本周需关注以下因素的扰动：同业存单到期超过 4000 亿元。

央行公开市场操作：央行净投放流动性资金-350 亿元。其中：7 天逆回购净投放-350 亿元（到期 530 亿元，投放 180 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（8 月 14 日-8 月 20 日），央行逆回购将到期 180 亿元，其中 7 天逆回购到期 180 亿元，14 天逆回购到期 0 亿元。截至本周一（8 月 11 日）央行 7 天逆回购净投放 60 亿元，14 天逆回购净投放 0 亿元，OMO 存量为 210 亿元。上周（8 月 7 日-8 月 11 日），银行间市场质押回购平均日均成交 8.33 万亿，较前一周（7 月 31 日-8 月 4 日，7.62 万亿）升高 0.71 万亿。隔夜回购占比为 92.3%，较前一周（92.4%）降低 0.1pct。

债券发行：上周政府债净融资 2059.3 亿元，本周计划发行 3818.9 亿元，净融资额预计为 2380.8 亿元；上周同业存单净融资-1975.0 亿元，本周计划发行 1300.6 亿元，净融资额预计为-2791.1 亿元；上周政策银行债净融资 3.8 亿元，本周计划发行 230.0 亿元，净融资额预计为-1641.6 亿元；上周商业银行次级债券净融资 80.0 亿元，本周计划发行 80.0 亿元，净融资额预计为 55.0 亿元；上周企业债券净融资 69.4 亿元（其中城投债融资贡献约 597%），本周计划发行 901.0 亿元，净融资额预计为-2304.4 亿元。

上周五（8 月 11 日）人民币 CFETS 一篮子汇率指数较前一周（8 月 4 日）上行 0.01 至 97.47，同期美元指数上行 0.87 至 102.88 同期美元指数上行 0.87 至 102.88。8 月 11 日，美元兑人民币在岸汇率较 8 月 4 日的 7.18 上行约 538 基点至 7.23；离岸汇率上行约 564 基点至 7.24。

流动性观察

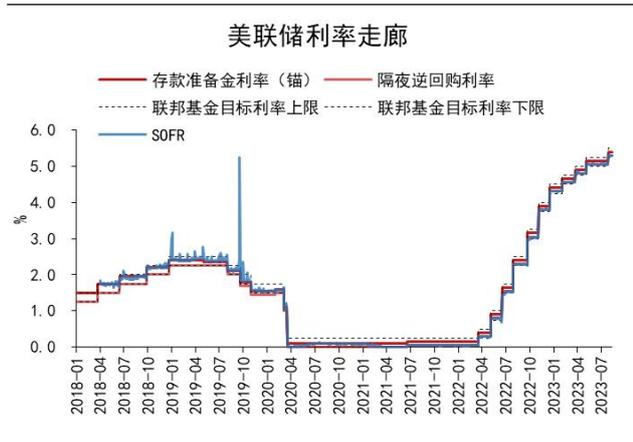
外部环境：美联储 9 月加息预期降温

美联储

7 月 FOMC 加息 25bp，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 5.40% 和 5.30%。上周四（8 月 10 日）SOFR 利率较前一周（8 月 3 日）保持不变，位于 5.30%。8 月 8 日，美联储票委哈克表示，美国经济正处于平稳回落的轨道上，美联储可能已经达到可以保持利率稳定的阶段，将需要暂时保持利率稳定。8 月 10 日，美国通胀数据显示 7 月 CPI 同比上涨 3.2%，预期 3.3%；核心 CPI 同比上涨 4.8%，预期 4.7%。美联储联邦资金利率期货隐含的 9 月 FOMC 加息 25bp 的可能性约 1 成（11.5%），不加息的可能性约 9 成（88.5%）。

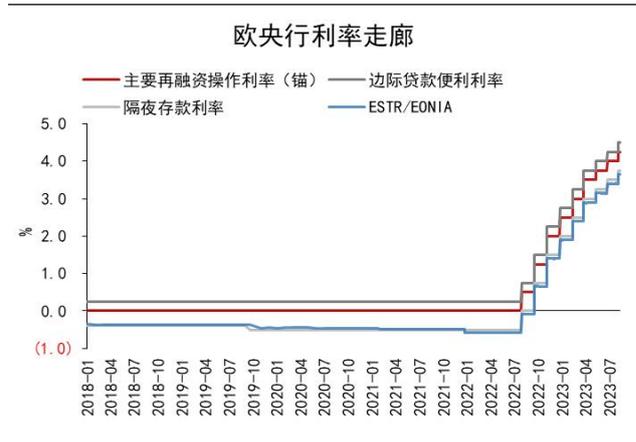
截至 8 月 9 日，美联储资产负债表规模为 8.21 万亿美元，较前一周（8 月 2 日）升高 14.77 亿美元，约为去年 4 月本次缩表初期历史最高值（8.97 万亿）的 91.56%。

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



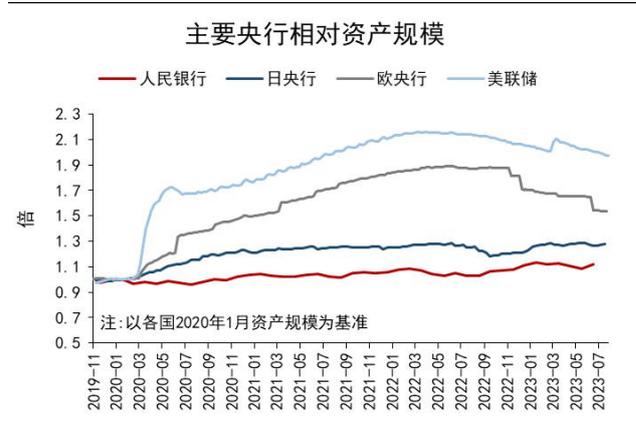
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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7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4.25%、4.5%和3.75%。欧元短期利率（ESTR）上周四（8月10日）较前一周（8月3日）保持不变，位于3.65%。8月8日，德国联邦统计局公布的数据显示，德国7月CPI同比从6月的6.4%降至6.2%，与预期一致；核心通胀率从6月份的5.8%放缓至5.5%。

日央行

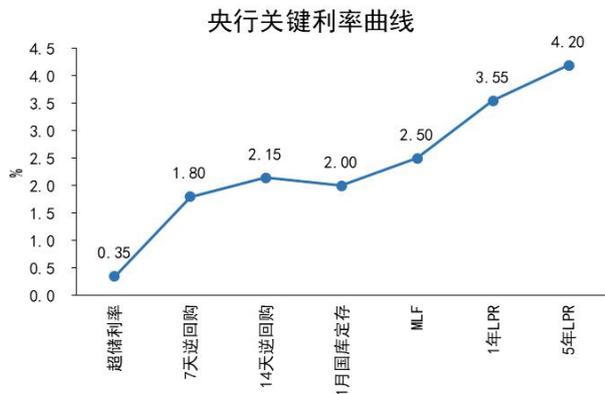
日央行7月公布利率决议将政策利率维持在-0.1%。日本央行政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率分别保持-0.1%、0.3%和-0.1%不变。东京隔夜平均利率（TONAR）上周四（8月10日）较前一周（8月3日）保持不变，位于-0.07%。8月7日，日本央行7月会议意见摘要显示，有票委指出日本央行需要耐心继续实施货币宽松政策，以实现物价稳定目标。

国内利率：短端利率总体上行

央行关键利率

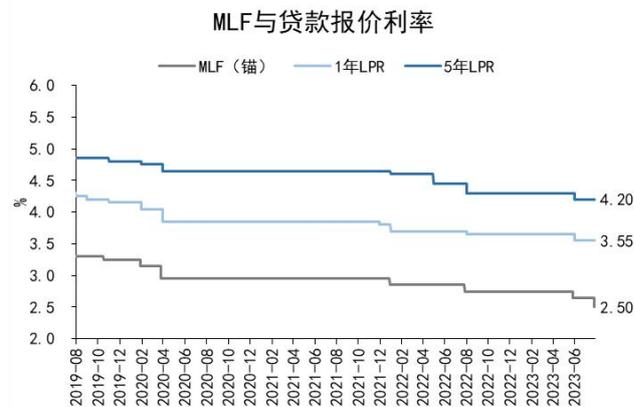
上周央行关键利率无变化。本周二（8月15日），央行意外非对称降息，其中7天OMO利率调降10BP至1.8%，MLF利率调降15BP至2.5%，SLF利率全面下调10BP。

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



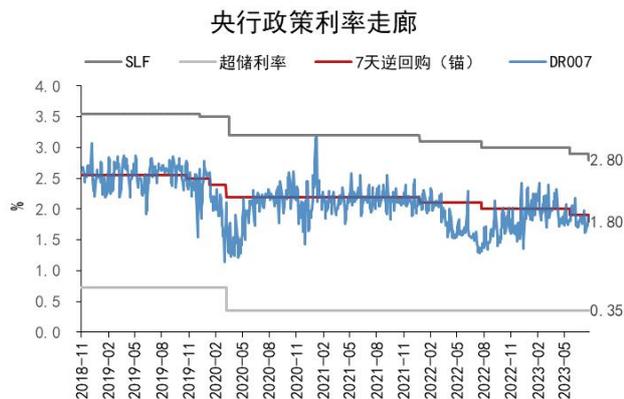
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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（8月11日），隔夜和七天利率均值（R、DR、GC）较8月4日分别上行17.5bp和10bp，位于1.41%和1.78%；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0.4bp至1.55%。具体来看，上周五R001、DR001较前一周分别上行16.9bp、18.6bp；R007、DR007分别行8.8bp、12.3bp。

存单利率方面，各类发债主体有所分化。上周五（8月11日）国有行1年期存单发行利率较8月4日上行2bp，位于2.29%；股份行下行0.3bp至2.30%，城商行下行5.4bp至2.43%。

图21: 短端市场利率与政策锚



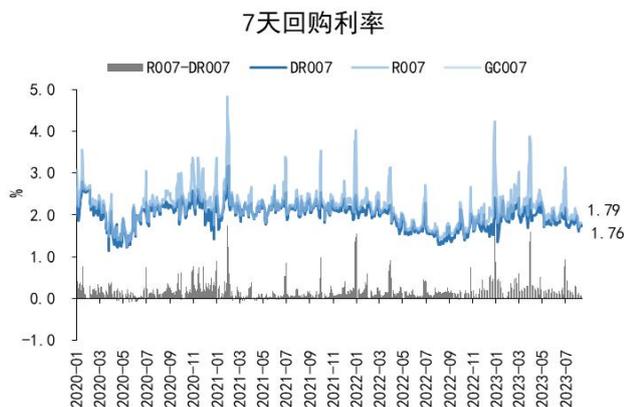
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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



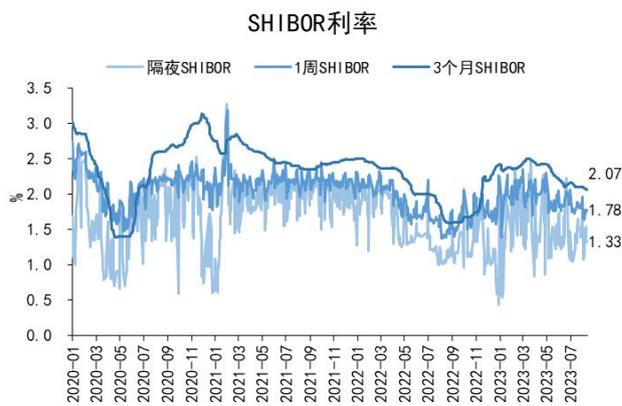
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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

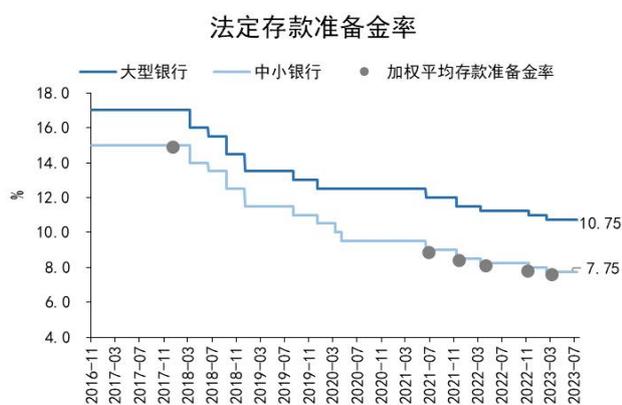
国内流动性：上周央行逆回购缩量续作

上周（8月7日-8月13日），央行净投放流动性资金-350亿元。其中：7天逆回购净投放-350亿元（到期530亿元，投放180亿元）；14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元）。

本周（8月14日-8月20日），央行逆回购将到期180亿元，其中7天逆回购到期180亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周一（8月14日）央行7天逆回购净投放60亿元，14天逆回购净投放0亿元，OMO存量为210亿元。

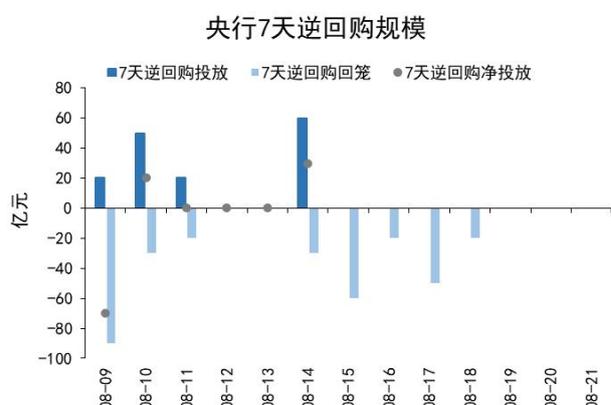
上周（8月7日-8月11日），银行间市场质押回购平均日均成交8.33万亿，较前一周（7月31日-8月4日，7.62万亿）升高0.71万亿。隔夜回购占比为92.3%，较前一周（92.4%）降低0.1pct。

图27：“三档两优”准备金体系



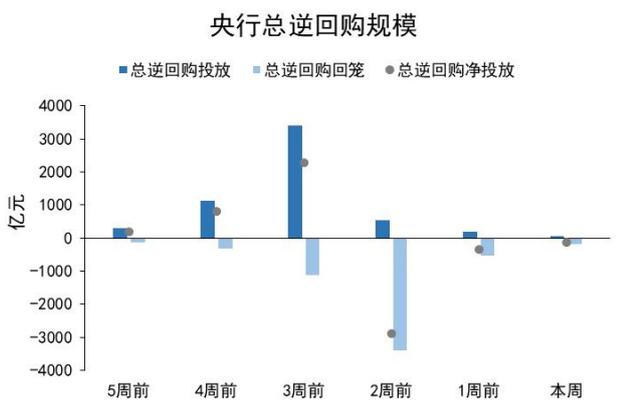
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图28：7天逆回购到期与投放



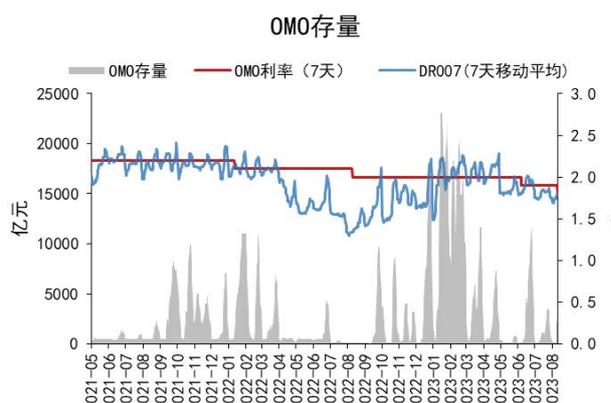
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图29：央行逆回购规模（本周投放截至周一）



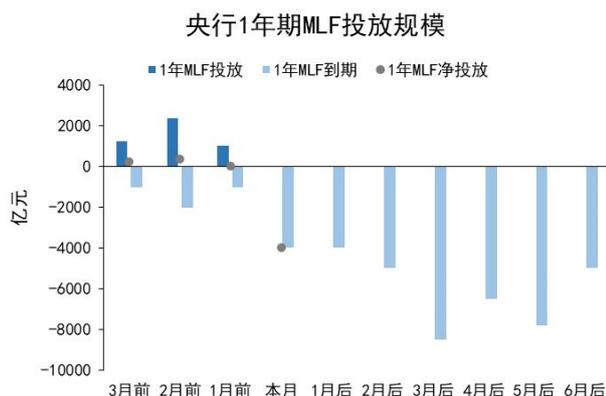
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图30：央行逆回购余额跟踪



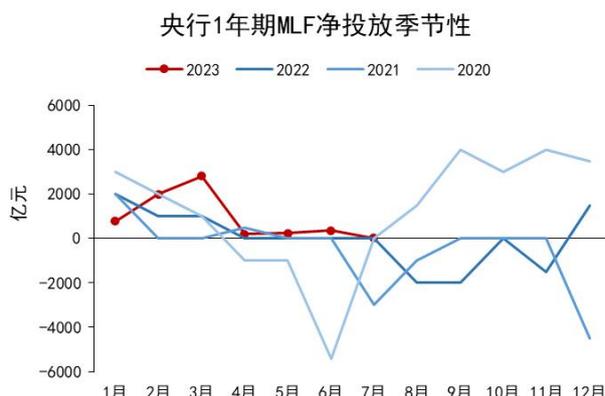
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图31: MLF 投放跟踪



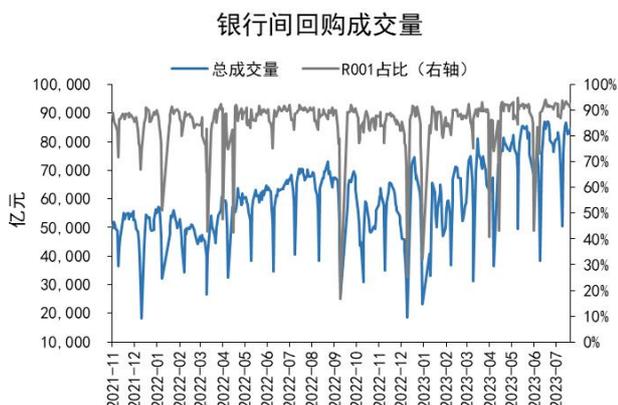
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图32: MLF 投放季节性



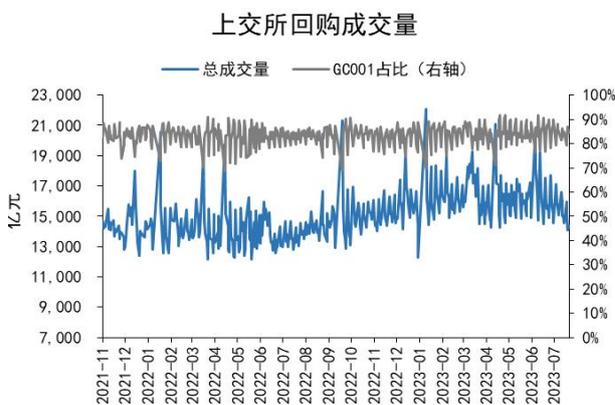
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图33: 银行间回购成交量



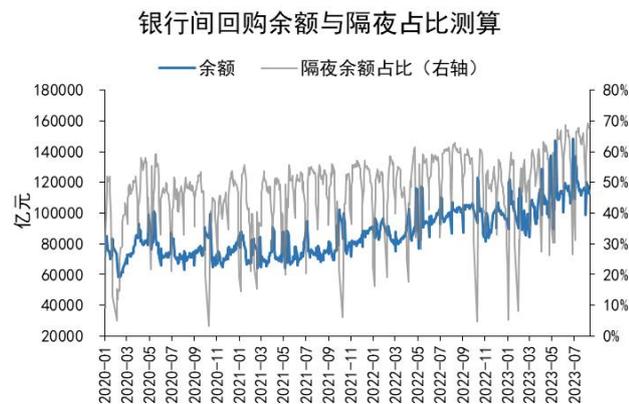
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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有所下降

政府债上周（8月7日-8月11日）共计发行4741.4亿元，净融资2059.3亿元，较前一周（7月31日-8月4日）的2274.4亿元小幅下降。本周计划发行3818.9亿元，净融资额预计为2380.8亿元。

同业存单上周（8月7日-8月11日）共计发行4281.4亿元，净融资-1975.0亿元，较前一周（7月31日-8月4日）的403.7亿元大幅下降。本周计划发行1300.6亿元，净融资额预计为-2791.1亿元。本周同业存单到期量超过4000亿元，提示关注对于流动性的扰动。

政策银行债上周（8月7日-8月11日）共计发行1070.0亿元，净融资3.8亿元，较前一周（7月31日-8月4日）的-876.7亿元小幅上升。本周计划发行230.0亿元，净融资额预计为-1641.6亿元。

商业银行次级债券上周（8月7日-8月11日）共计发行80.0亿元，净融资80.0亿元，与前一周（7月31日-8月4日）的2.0亿元小幅上升。本周计划发行80.0亿元，净融资额预计为55.0亿元。

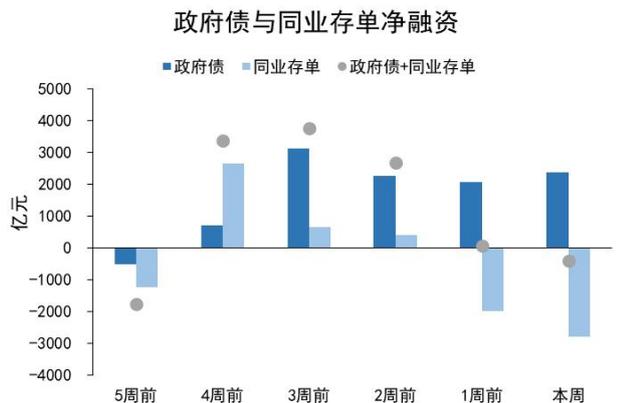
企业债券上周（8月7日-8月11日）共计发行2945.9亿元，净融资69.4亿元，较前一周（7月31日-8月4日）的84.2亿元小幅下降。上周城投债融资贡献约597%。本周计划发行901.0亿元，净融资额预计为-2304.4亿元。

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	1900.0	1493.6	719.7	612.0	218.1	117.0	981.1	355.3	0.0	0.0	3818.9	2380.8	4741.4	2059.3
国债	1900.0	1499.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1900.0	1499.8	3218.3	1795.0
地方政府一般债	0.0	0.0	375.8	302.1	25.7	-39.8	564.7	480.7	0.0	0.0	966.2	545.9	407.6	34.8
地方政府专项债	0.0	-6.2	343.9	309.9	192.4	156.7	416.3	-125.4	0.0	0.0	952.6	335.1	1115.5	229.5
同业存单	1299.1	419.6	1.5	-578.5	0.0	-593.3	0.0	-1207.4	0.0	-611.6	1300.6	-2791.1	4281.4	-1975.0
政策银行债	120.0	-1688.6	110.0	80.0	0.0	0.0	0.0	-33.0	0.0	0.0	230.0	-1641.6	1070.0	3.8
商业银行次级债	0.0	0.0	70.0	70.0	10.0	10.0	0.0	-25.0	0.0	0.0	80.0	55.0	80.0	80.0
企业债	514.1	-372.5	197.4	-176.9	31.1	-253.2	147.2	-372.4	11.2	-566.6	901.0	-2304.4	2945.9	69.4
城投债	100.8	-172.2	47.5	-22.7	29.1	-40.5	0.0	-154.1	0.0	-194.3	177.4	-747.6	1243.7	414.8
产业债	413.3	-200.2	149.9	-179.2	2.0	-211.8	147.2	-253.3	31.2	-357.3	743.6	-1600.9	1787.3	-397.4

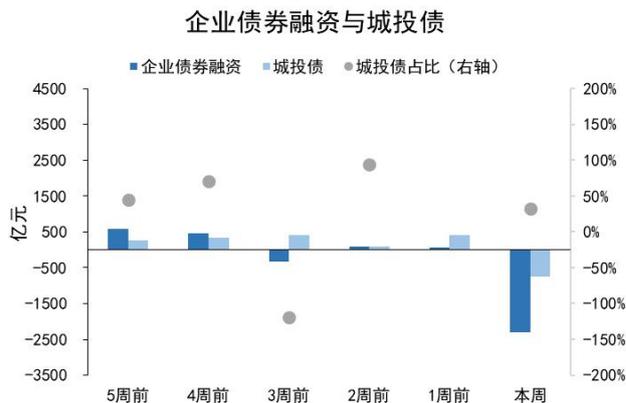
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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：美元走强

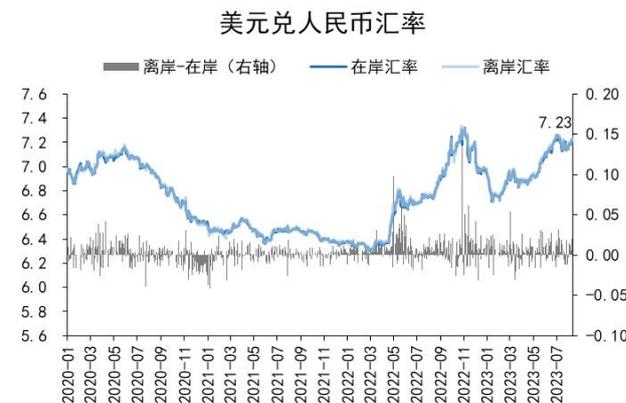
上周五(8月11日)人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周(8月4日)上行0.01至97.47, 同期美元指数上行0.87至102.88。8月11日, 美元兑人民币在岸汇率较8月4日的7.18上行约538基点至7.23; 离岸汇率上行约564基点至7.24。

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