

流动性专题

社融-M2 剪刀差和利率之惑

社融-M2 剪刀差表征的剩余流动性与利率具有相关性，但去年以来二者相关性似乎在消失。本文主要探究这种相关性关系为何出现、为何消失、以及对于债市投资的实战意义。

- **社融-M2 剪刀差表征了金融与实体之间的剩余流动性，在大部分情况下与利率走势趋同。**背后的本质是二者都受到货币政策影响，社融和 M2 是货币政策的中介目标，而市场利率直接受到货币政策调控的影响。社融和 M2 走高对应着实体内生融资需求旺盛，经济上行，对应着资本回报率上行；社融-M2 剪刀差走阔则对应着实体融资需求大于金融系统供给，对应经济过热，利率上行，反之亦然。
- **剪刀差和利率走势背离主要受到政府债发行节奏影响。**影响剪刀差的主要因素包括 1. 财政净支出；2. 同业投资；3. 外汇占款；4. 非银投向实体部分、非标融资、股票融资；5. 银行一级认购政府债券（暂未投向实体部分）以及非银一级认购政府债券。对利率水平影响较大的是非标融资和同业投资，财政净支出在特殊时期也对流动性有较大影响。剪刀差和利率走势背离主要受到对利率影响较小的政府债发行节奏影响，非标与同业投资不是剪刀差与利率走势背离的原因。上述规律在 2016 年去杠杆期间同样适用。2016 年-2017 年间同业投资与非标融资与利率走势呈现趋同，但政府债发行影响了社融-M2 剪刀差走势，使得剪刀差走势背离。
- **社融-M2 剪刀差指标也存在缺点：二者走势基本同步，指示意义不大。**社融-M2 剪刀差与利率走势同步的原因主要在于二者并非因果关系，而是同样受到货币政策调控的影响，因此呈现趋同，在实战意义上剪刀差对于利率的指示意义不大。**部分科目具有误导性。**从社融创设以来，口径经过多次调整，截至目前部分科目与利率的相关性较低，单纯将社融-M2 剪刀差视作剩余流动性可能有一定误导性。**月度延迟发布效用有限。**社融和 M2 为月频数据，且要等到下月中旬才发布，对于日频走势指示意义有限。
- **但研究社融-M2 剪刀差与利率之后并非没有结果。**拆分社融与 M2 后可以发现其中非标融资和同业投资与利率相关性较高，是社融-M2 剪刀差与利率走势趋同的主要影响因素。实际上同业存单利率也是常用的日频数据，能较好地描述银行间流动性状况。
- **展望社融-M2 剪刀差趋势：以下几点可能值得关注：**
- **财政净支出减少、银行加大配债力度，均影响社融-M2 剪刀差走阔。**今年 2 月 M2 从高点回落，主要是财政收入不振影响财政净支出，这一因素下半年仍将拖累 M2 增速。一季度社融探底回升，一方面，信贷增速超预期，另一方面，银行资产负债端的不平衡也加大了配债力度，影响社融上行。此外，**高基数下社融-M2 剪刀差将逐渐走阔。**一方面，受 2022 年基数影响，社融-M2 剪刀差将呈现逐渐走阔趋势。另一方面，随着社融-M2 基数差越来越大，实体融资对于社融和 M2 的影响之间的差距也会越来越大，体现在社融脉冲呈现震荡下行。
- **社融-M2 剪刀差对利率的指示。**随着社融-M2 剪刀差走阔，其中同业投资和非标融资对于利率行情的影响整体偏多，同业推动利率下行，非标制约利率上行的压力不强。结合 8 月 15 日连续非对称降息带动市场利率中枢下调，债市上行空间也随之压缩，市场利率进一步下行空间打开，随着央行短期流动性投放依然充足，目前流动性环境仍将保持宽松，短期上行风险有限。
- **风险提示：分析框架错误；财政力度超预期；风险偏好大幅上升。**

相关研究报告

《7 月经济数据点评：静待政策落地生效》
20230815

《8 月 15 日降息点评：社融低迷再次触发超预期降息》 20230815

《7 月金融数据点评：居民缩表现象或将频繁出现》 20230814

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：孙德基

(8610)66229363

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

目录

社融-M2 剪刀差与利率的相关性从何而来	5
哪些因素导致了社融和 M2 剪刀差	5
哪些因素同样影响利率	7
如何解释剪刀差和利率的反向走势	8
为何历史上某些时刻这种相关性也会失效	10
2016 年-2017 年也曾出现过类似情况	10
同业投资与非标融资与利率走势呈现趋同	11
政府债发行或是影响因素	11
展望社融-M2 剪刀差与利率相关性	13
社融-M2 剪刀差与利率走势仍具有规律性	13
观测市场流动性的进一步思考	13
展望社融-M2 剪刀差趋势	13

图表目录

图表 1. 社融-M2 剪刀差与利率的相关性消失	4
图表 2. 社融与 M2 统计上的差异	5
图表 3. 财政支出与 M2 同比大致同向	6
图表 4. 政府债融资与社融存量同比大致同向	6
图表 5. 同业投资与 M2 同比部分情况下同向	6
图表 6. 非标融资与社融存量同比大致同向	6
图表 7. 引起社融-M2 剪刀差变化的因素	7
图表 8. 非标与利率	7
图表 9. 同业投资与利率	7
图表 10. 财政存款与利率	8
图表 11. 政府债发行与利率	8
图表 12. 2022 年下半年社融-M2 剪刀差走阔主因是社融下行	8
图表 13. 非标与同业投资共同影响利率水平	9
图表 14. 非标与同业投资无法完全解释社融-M2 剪刀差	9
图表 15. 财政净支出无法完全解释社融-M2 剪刀差	9
图表 16. 政府债融资影响社融导致去年下半年剪刀差走阔	9
图表 17. 2016 年-2017 年也曾有先例	10
图表 18. 2016 年-2017 年间社融-M2 剪刀差走阔至历史高位	10
图表 19. 金融去杠杆压缩了同业投资增速	11
图表 20. 金融去杠杆扭转利率方向	11
图表 21. 非标与利率走势大致同向	11
图表 22. 非标与剪刀差走势背离	11
图表 23. 政府债净融资额与剪刀差走势大致相同	12
图表 24. 政府债融资与利率相关性不高	12
图表 25. 社融脉冲震荡下行	14

社融-M2 剪刀差表征的剩余流动性与利率具有相关性。社融-M2 剪刀差（后文简称为“剪刀差”）与 10 年期国债收益率（后文简称为“利率”）自 2018 年以来一直具有良好的相关性，即社融-M2 剪刀差收窄时 10 年期国债收益率下行，反之亦然。一种简化的解释是剪刀差表征了金融与实体之间的剩余流动性，当实体内生融资能力不足时，流动性可能淤积在金融体系内成为剩余流动性，推动资产价格上升，对应债市则是利率下行。

去年以来二者相关性似乎在消失。社融-M2 剪刀差与利率的相关性几乎持续了整个 2018 年以来的宽松周期。但 2022 年 9 月以来这种相关性似乎消失了（图 1）。首先，剪刀差从 2022 年 9 月的 -1.5% 走阔至 2023 年 1 月的 -3.2%，期间 10 年国债收益率月均值由 2.67% 上行至 2.88%，呈现负相关；其次，2023 年 1 月以来剪刀差与 10 年国债收益率再次呈现背离。

本文主要探究这种相关性关系为何出现、为何消失。本文将首先分析造成社融-M2 剪刀差的因素，区分哪些因素与债券收益率具有相关性，从而进一步分析剪刀差和债券收益率关系为何失灵；其次将分析历史上类似的情况，探究是否能找出其中共性；最后分析社融-M2 剪刀差对于债市投资的实战意义。

图表 1. 社融-M2 剪刀差与利率的相关性消失



资料来源：万得，中银证券

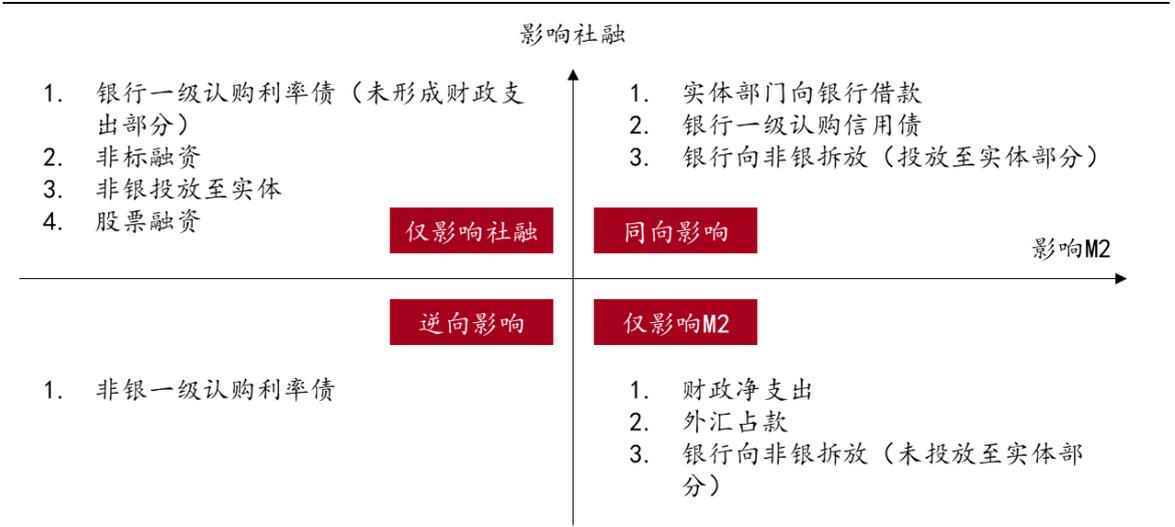
社融-M2 剪刀差与利率的相关性从何而来

哪些因素导致了社融和 M2 剪刀差

社融与 M2 统计角度存在差别。社融是我国独创的金融统计指标，诞生之初是为了替代新增信贷指标、与 M2 配合共同作为货币政策中介目标，但统计角度不同形成了二者日渐扩大的差异。M2 从银行部门投放的角度出发，未统计银行表外融资、非银与企业之间的融资支持、以及不涉及银行部门的直接融资；社融从实体经济融资的角度出发，未涵盖银行与非银之间、银行与政府之间的资金融通。

影响二者差异的因素较多。具体而言，财政投放、外汇占款、银行投放非银（未投向实体部分）能派生货币但不能增加社会融资规模，因此仅计入 M2；非标融资、股票融资、非银投向实体部分、以及银行一级认购政府债（未形成财政支出部分）能增加社会融资规模但不计入银行表内，因此仅计入社融。一言以蔽之，财政净支出、同业存款、非银投向实体部分、非标融资、股票融资、外汇占款造成了社融和 M2 统计上的差异（图 2）。此外，两者基数差也是社融-M2 剪刀差的原因之一。

图表 2. 社融与 M2 统计上的差异



资料来源：中银证券

财政净支出与政府债融资

财政净支出通过缴税、月末财政支出、政府债券发行三个途径来影响银行体系流动性，净支出将带来基础货币和广义货币的同时扩张，造成商业银行体系存款增加，导致 M2 上升（图 3），但整个过程均不涉及对实体部门提供融资支持，因此社融保持不变。2022 年大幅净支出叠加财政提前发力，导致剪刀差走阔。

与之相关联的是，由于财政支出存在时滞，部分时期财政收入转化为财政投放的效率可能不高，较多滞留在财政存款中。银行一级认购政府债券但未形成财政支出的部分，使得整个银行体系资产端调整，银行体系的超储转为对政府债权，资产负债表保持不变，M2 不变，政府债券为实体部门提供融资支持，社融增加（图 4），从而导致剪刀差走阔。

此外，非银金融机构一级认购政府债券，会导致整体银行体系资产负债表收缩，M2 减少，基础货币投放减少，同时政府债券为实体部门提供融资支持，社融增加，剪刀差走阔。

图表 3. 财政支出与 M2 同比大致同向



资料来源：同花顺，中银证券

图表 4. 政府债融资与社融存量同比大致同向



资料来源：同花顺，中银证券

同业投资

银行向非银金融机构拆放（银行购买广义资管产品、在二级市场向非银金融机构购买资产、发放非银贷款），导致整个银行体系资产负债表扩张，M2 增加（图 5），但其中非银金融机构未向实体部门投放的部分，即淤积在金融系统中没有流入实体的部分，不会使社融增加，因此整体上来看同业投资扩张导致剪刀差走阔。

非银投向实体部分、非标融资、股票融资

以上本质上都是实体部门从银行表内以外的渠道获得融资，无论是从非银渠道、银行表外渠道、还是权益融资趋势，都只涉及社融的增加，对于银行体系资产负债表不产生影响，因此 M2 保持不变，上述融资的扩张导致剪刀差走阔。以非标为例，非标融资和社融存量同比增速大致呈现同向（图 6）。

图表 5. 同业投资与 M2 同比部分情况下同向



资料来源：同花顺，中银证券

图表 6. 非标融资与社融存量同比大致同向



资料来源：同花顺，中银证券

外汇占款

外汇占款是“实体部门-银行-央行”之间结售汇的行为。实体部门的结售汇行为，使得银行体系的资产负债表扩张，M2 增加，但整个过程不涉及对实体部门提供融资支持，因此外汇占款上升期间社融保持不变，剪刀差走阔。

总而言之，以上因素对于剪刀差的影响分别如下：

图表 7. 引起社融-M2 剪刀差变化的因素

情景	对社融影响	对 M2 影响	社融-M2 剪刀差
财政净支出	不变	增加↑	收窄↓
同业投资	不变	增加↑	收窄↓
外汇占款	不变	增加↑	收窄↓
非银投向实体部分、非标融资、股票融资	增加↑	不变	走阔↑
银行一级认购政府债券（暂未投向实体部分）	增加↑	不变	走阔↑
非银一级认购政府债券	增加↑	减少↓	走阔↑

资料来源：中银证券

哪些因素同样影响利率

在分析完引起社融-M2 剪刀差变化的因素后，剪刀差与利率的关系也就不言自明，前言中简化的逻辑可以进一步扩充，即：

- 1) 剪刀差表征了金融与实体之间的剩余流动性，当实体内生融资能力不足时，流动性可能淤积在金融体系内成为剩余流动性，推动资产价格上升，对应债市则是利率下行。
- 2) 实体内生融资能力不足的具体表现为 1. 非银投放至实体融资、非标融资、股票融资减少；2. 实体可投资项目减少间接导致政府专项债发行减少。
- 3) 流动性充裕的具体表现为：a. 财政净支出增加；b. 同业投资增加；c. 外汇占款增加。资产端欠配和负债端扩张共同驱动了利率下行。

进一步看，其中对利率水平影响较大的是非标融资和同业投资。非标融资同比多增时，往往是实体经济内生融资需求旺盛的阶段，信用扩张迅速，偏高的非标融资价格带动利率上行（图 8），同时经济上行导致的整体资产回报率上升也同时影响了非标融资规模和利率价格。同业投资旺盛时，往往是贷款融资需求不足，金融机构欠配，较多的资金追逐较少的资产，导致资产价格下行（图 9）。此外，财政净支出也是影响市场流动性的一大因素（图 10），如 2022 年特殊时期的财政支出。政府债发行对利率影响较小（图 11）。

图表 8. 非标与利率



资料来源：同花顺，中银证券

图表 9. 同业投资与利率



资料来源：同花顺，中银证券

图表 10. 财政存款与利率



资料来源：同花顺，中银证券

图表 11. 政府债发行与利率

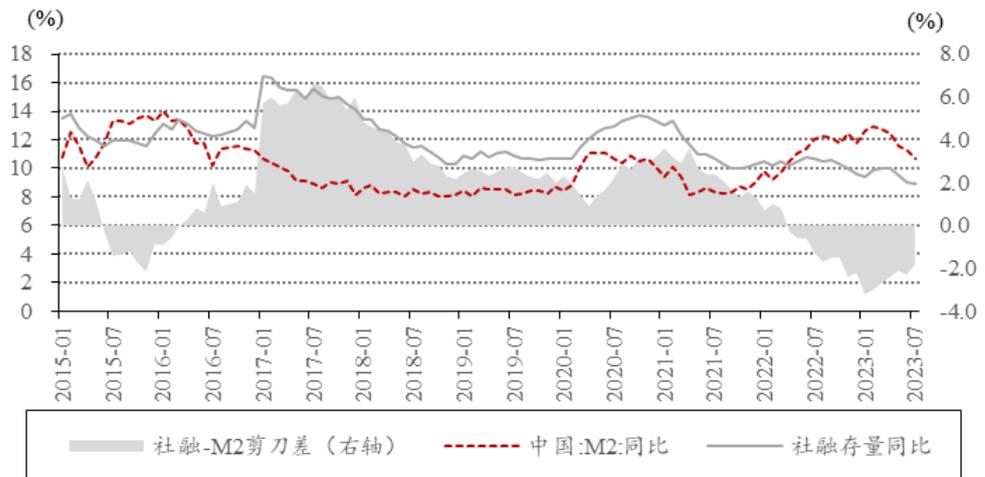


资料来源：同花顺，中银证券

如何解释剪刀差和利率的反向走势

社融增速回落与利率走势背离。回到 2022 年下半年，8 月降息后利率上行，但社融-M2 剪刀差持续走阔，其中 M2 同比增速趋稳，但社融存量同比增速持续下行（图 12），因此剪刀差和利率的反向走势的形成主要出在影响社融的因素上，即非银投向实体部分、非标融资、股票融资；银行一级认购政府债券（暂未投向实体部分）；非银一级认购政府债券。

图表 12. 2022 年下半年社融-M2 剪刀差走阔主因是社融下行



资料来源：万得，中银证券

非标与同业投资无法解释这一现象。结合非标与同业投资，可以部分解释社融-M2 剪刀差（图 14），但还是无法解释 2022 年 9 月之后的反向走势，财政净支出同样无法完全解释（图 15）。由于非标、同业投资、财政净支出对于利率的拟合较好（图 13），所以是社融-M2 剪刀差中对利率影响较小的部分变动才能解释。因此，政府债融资是导致剪刀差走阔的主要因素。

图表 13. 非标与同业投资共同影响利率水平



资料来源：同花顺，中银证券

图表 14. 非标与同业投资无法完全解释社融-M2 剪刀差



资料来源：同花顺，中银证券

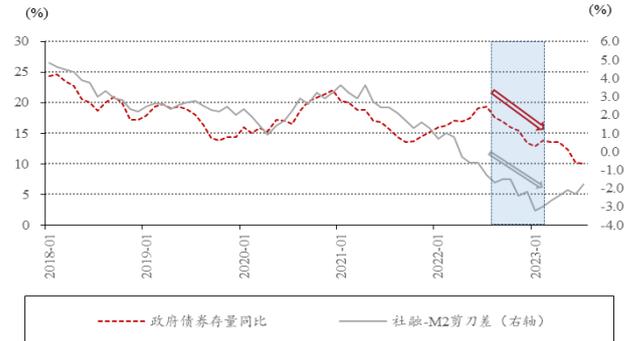
剪刀差和利率走势背离主要受到政府债发行节奏影响。一方面，2022 年地方政府债发行节奏和 2021 年存在错位，2022 年上半年地方政府债发行节奏明显前置且持续提速，基本完成“6 月底前基本发行完毕”目标，下半年地方债发行速度放缓，受 2021 年下半年高基数影响，社融存量增速逐渐走低；另一方面，2022 年专项债资金拨付和支出明显提升，基建投资增速自 4 月以来明显提速，9 月末增速为 11.2%，较 4 月提升 2.94 个百分点，该部分同样推高 M2 增速。综合影响下尽管利率回升，但剪刀差持续走阔（图 16）。

图表 15. 财政净支出无法完全解释社融-M2 剪刀差



资料来源：同花顺，中银证券

图表 16. 政府债融资影响社融导致去年下半年剪刀差走阔



资料来源：同花顺，中银证券

为何历史上某些时刻这种相关性也会失效

2016年-2017年也曾出现过类似情况

分析2016年以来社融-M2剪刀差与10年期国债收益率走势，可以发现2016年-2017年也曾出现两者不同步的时期（图17）。

- 1) 2015年11月-2016年10月：社融-M2剪刀差由-2.15%走阔至1.1%，同时期10年期国债收益率由3.12%下行至2.69%；
- 2) 2017年7月-2018年1月：社融-M2剪刀差由6.64%收窄至4.83%，同时期10年期国债收益率由3.59%上行至3.94%。

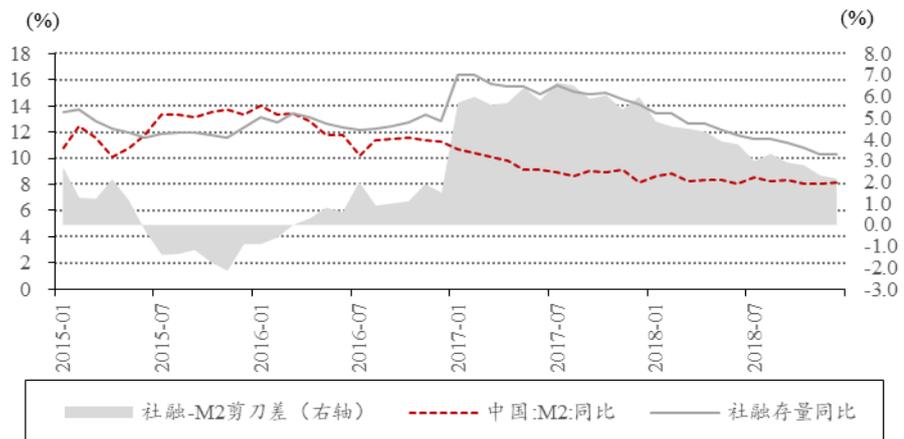
图表 17. 2016年-2017年也曾有先例



资料来源：万得，中银证券

在2016年-2017年末的金融去杠杆阶段，社融与M2背离十分明显（图18）。M2增速由2016年初的14%下降至2017年末8.1%的历史低位，社融增速规模增长相对平稳，由2016年初的13.1%提升至2017年末的14.08%，社融-M2剪刀差由2016年初的-0.9个百分点走阔至2017年7月6.64个百分点的历史高位。

图表 18. 2016年-2017年间社融-M2剪刀差走阔至历史高位



资料来源：万得，中银证券

同业投资与非标融资与利率走势呈现趋同

金融去杠杆压缩了同业投资增速。具体来看，金融去杠杆导致银行体系投向非银金融机构的资金减少。2014年-2016年，货币政策宽松环境下，监管层鼓励非银金融机构创新证券和基金子公司资管业务以及同业存单业务，资金空转的现象较多，大量银行的委外资金继续投资于资管产品和同业理财，造成金融资源的浪费和非银金融机构存款的扩张。

2016年初以来，为打破多层嵌套和推动资金“脱虚向实”，防范和化解金融风险，监管层全面对同业链条严监管，金融去杠杆使得银行开始回收通过资管计划等投向非银金融机构的资金，同业投资持续下行，拖累M2屡创新低。由于银行拆放非银金融机构明显减少，同时该部分资金并未投入实体经济，因此M2增速下降，不影响社融增速（图19）。

期间非标方面对社融贡献不大。在去通道背景下，货币创造途径压缩，信托成为唯一许可的通道逆势上涨，信托贷款增速快速提升。但整体来看，由于未贴现银行承兑汇票大幅多减，导致非标整体对社融增速的贡献不大（图22）。

图表 19. 金融去杠杆压缩了同业投资增速



资料来源：同花顺，中银证券

图表 20. 金融去杠杆扭转利率方向



资料来源：同花顺，中银证券

图表 21. 非标与利率走势大致同向



资料来源：同花顺，中银证券

图表 22. 非标与剪刀差走势背离



资料来源：同花顺，中银证券

政府债发行或是影响因素

政府债融资可能同样影响了社融-M2剪刀差走势。结合上一节内容，可以发现2016年政府债券净融资额大幅增长带动社融增长，推高了社融-M2剪刀差，2017年下半年净融资额下降，使得剪刀差呈现反向趋势（图23）。

具体来看，地方债发行减少，银行债券投资同比少增较多，由此派生的存款同比少增较多。银行的债券投资中有相当比例用于购买地方政府债券，这将增加M2，但不计入社会融资规模。地方债发行减少使得银行债券投资放缓进而导致M2增速放慢，但社会融资规模不受影响。2016年上半年新增地方债达到35754亿元，而2017年上半年地方债仅增加18609亿元，同比大幅减少。

图表 23. 政府债净融资额与剪刀差走势大致相同



资料来源：同花顺，中银证券

图表 24. 政府债融资与利率相关性不高



资料来源：同花顺，中银证券

展望社融-M2 剪刀差与利率相关性

社融-M2 剪刀差与利率走势仍具有规律性

总结以上内容，可以依次得出几条结论：

- 1) **社融-M2 剪刀差表征了金融与实体之间的剩余流动性，在大部分情况下与利率走势趋同。**背后的本质是二者都受到货币政策影响，社融和 M2 是货币政策的中介目标，而市场利率直接受到货币政策调控的影响。
 - a) 社融和 M2 走高对应着实体内生融资需求旺盛，经济上行，对应着资本回报率上行；社融-M2 剪刀差走阔则对应着实体融资需求大于金融系统供给，对应经济过热，利率上行。
 - b) 社融和 M2 走低对应着实体内生融资需求不足，经济下行，对应着资本回报率下行，反之亦然；社融-M2 剪刀差收窄则对应着实体融资需求小于金融系统供给，对应流动性淤积，利率下行。
- 2) **剪刀差和利率走势背离主要受到政府债发行节奏影响。**影响剪刀差的主要因素包括 1. 财政净支出；2. 同业投资；3. 外汇占款；4. 非银投向实体部分、非标融资、股票融资；5. 银行一级认购政府债券（暂未投向实体部分）以及非银一级认购政府债券。
 - a) 对利率水平影响较大的是非标融资和同业投资，财政净支出在特殊时期也对流动性有较大影响。
 - b) 剪刀差和利率走势背离主要受到对利率影响较小的政府债发行节奏影响，非标与同业投资不是剪刀差与利率走势背离的原因。
- 3) **这一规律在 2016 年去杠杆期间同样适用。**2016 年-2017 年间同业投资与非标融资与利率走势呈现趋同，但政府债发行影响了社融-M2 剪刀差走势，使得社融-M2 剪刀差走势背离。整体来看，社融-M2 剪刀差与利率走势仍具有规律性。

观测市场流动性的进一步思考

换个角度来看，尽管大部分情况下社融-M2 剪刀差与利率走势趋同，但仍有三个缺点：

- 1) **二者走势基本同步，指示意义不大。**社融-M2 剪刀差与利率走势同步的原因主要在于二者并非因果关系，而是同样受到货币政策调控的影响，因此呈现趋同，在实战意义上剪刀差对于利率的指示意义不大。
- 2) **部分科目具有误导性。**从社融创设以来，口径经过多次调整，截至目前部分科目与利率的相关性较低，单纯将社融-M2 剪刀差视作剩余流动性可能有一定误导性。
- 3) **月度延迟发布效用有限。**社融和 M2 为月频数据，且要等到下月中旬才发布，对于日频走势指示意义有限。

但研究社融-M2 剪刀差与利率之后并非没有结果，拆分社融与 M2 后可以发现其中非标融资和同业投资与利率相关性较高，是社融-M2 剪刀差与利率走势趋同的主要影响因素。实际上同业存单利率也是常用的日频数据，能较好地描述银行间流动性状况。

展望社融-M2 剪刀差趋势

结合当前形势展望社融-M2 剪刀差趋势，以下几点值得关注：

- 1) **财政净支出减少，影响社融-M2 剪刀差走阔。**今年 2 月 M2 从高点回落，主要是财政收入不振影响财政净支出，下半年这一因素仍将拖累 M2 增速。此外若推出新的政策性金融工具、贴息贷款等“准财政”工具，可能存在新的变数。
- 2) **银行加大配债力度，影响社融-M2 剪刀差走阔。**今年一季度社融探底回升，一方面，信贷增速超预期，另一方面，银行资产负债端的不平衡也加大了配债力度，影响社融上行。银行资产负债端矛盾是居民风险偏好收缩和高收益资产荒两方面因素构成。若风险偏好上升或资产荒缓解，银行对于债券的需求又将回落。

- 3) **高基数下社融-M2 剪刀差将逐渐走阔。**一方面，受 2022 年基数影响，社融-M2 剪刀差将呈现逐渐走阔趋势。另一方面，随着社融-M2 基数差越来越大，实体融资对于社融和 M2 的影响之间的差距也会越来越大，体现在社融脉冲呈现震荡下行，与 10 年期国债收益率相似，高点越来越低（图 25）。
- 4) **社融-M2 剪刀差对利率的指示。**随着社融-M2 剪刀差走阔，其中同业投资和非标融资对于利率行情的影响整体偏多，同业推动利率下行，非标制约利率上行的压力不强。结合 8 月 15 日连续非对称降息带动市场利率中枢下调，债市上行空间也随之压缩，市场利率进一步下行空间打开，随着央行短期流动性投放依然充足，目前流动性环境仍将保持宽松，短期上行风险有限。

图表 25. 社融脉冲震荡下行



资料来源：万得，中银证券

风险提示：

1. **分析框架错误：**对社融-M2 分析框架存在理解错误或盲区，造成投资决策误导；
2. **财政力度超预期：**若推出新的政策性金融工具、贴息贷款等“准财政”工具，影响 M2 同比增速，使得社融-M2 剪刀差再度收窄；
3. **风险偏好大幅上升：**居民企业风险偏好大幅上升，银行配置压力缓解，影响社融存量同比增速，使得社融-M2 剪刀差再度收窄。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371