

PSL 重启?

宏观利率周报 (2023-11-19)

摘要

PSL 什么作用?

PSL 作为央行定向流动性支持,引导金融机构向特定实体领域进行信贷投放,推进信用扩张和扩大实体需求,其**作用就在于带动微观主体信用扩张**。

至于撬动信用扩张的效果,参考其它结构性货币政策,PSL 杠杆效应可以按 3 倍估计,我们预计 0.5-1 万亿的 PSL 对应多增贷款 1.5 万亿到 3 万亿,拉动贷款同比增速 0.6-1.3 个百分点,社融 0.4-0.8 个百分点。

PSL 是否影响资金面?

PSL 可以增加基础货币,与 OMO、MLF 等不同工具互相配合,提供不同期限的流动性。

价格方面,PSL 操作利率不属于严格意义上的政策利率,但仍然具备价格作用。如果央行后续更多通过 PSL+MLF 的方式提供基础货币,从边际上可能影响资金利率的定价水平。

对于采取先贷后借模式的结构性政策工具,其对资金面的扰动还在于商业银行在“贷”、“借”之间存在时间差,先投放信贷资产,后提供基础货币支持,流动性波动可能无法避免。

当然从宏观角度还需要考虑 PSL 操作带来的宽信用作用,宽信用可能带来流动性的边际消耗。所以 PSL 运用对于流动性有一定的不利影响。

PSL 对债券市场意味着什么?

对于债市,除了资金面或有扰动之外,需要注意 PSL 运用是否有助于带来宏观预期和现实的改善。

前期增发国债、调增预算,意味着中央政府明确加杠杆,政策逻辑和市场底层逻辑显著改变。历史上利率真正转势通常需要看到由政府加杠杆向微观主体加杠杆的切换,也就是要看到增量政策传导效果得到验证,考虑到目前微观主体深陷资产负债表困境,需要结构性工具带动微观主体信用扩张,比如专项政策性金融工具、再贷款和 PSL 等。所以在财政更加积极之后,需要格外关注 PSL 等结构性工具运用对实体信用和宏观预期的进一步引导。

前期 PSL 运用的两个典型阶段,2015-2017 年以及 2022 年 9-11 月,都存在 PSL 加大投放逐步带来债市压力。所以 PSL 有还是没有,怎么运用,相应可能会带来债市的不同变化。

风险提示: 宏观经济形势不确定性,货币政策不确定性,市场走势不确定性

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

隋修平 分析师
SAC 执业证书编号: S1110523110001
suixiuping@tfzq.com

朱宸翰 联系人
zhuchenhan@tfzq.com

近期报告

- 《固定收益: 国有行 1Y CD 发行利率整体不高于 2.57%-同业存单周度跟踪 (2023-11-18)》 2023-11-18
- 《固定收益: 丽岛转债, 彩涂铝材行业规模龙头-申购建议: 积极参与》 2023-11-17
- 《固定收益: 数据出炉, 后市怎么看? -天风总量每周论势 (2023-11-15)》 2023-11-15

内容目录

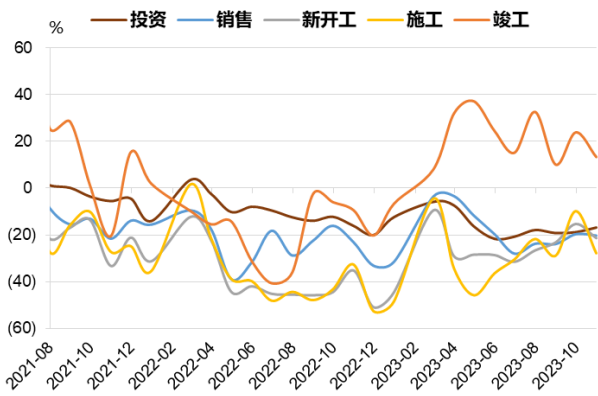
1. 什么是 PSL?	3
2. PSL 有何作用?	4
3. PSL 使用对市场有何影响?	7
4. 小结	9
5. 一周债市回顾	10

图表目录

图 1: 地产链条主要指标当月同比	3
图 2: 30 大中城市商品房销售面积季节性	3
图 3: PSL 余额变化	4
图 4: 央行 PSL 操作与棚改货币化的相关运行机制	5
图 5: 商品房成交面积 MA30	5
图 6: 不同能级城市新建住宅价格同比	5
图 7: PSL 余额变化与地产狭义库存面积	5
图 8: PSL 余额变化与地产销售和投资当月同比	5
图 9: 居民中长贷、信贷社融、企业中长贷增速先后见底	6
图 10: 新增信贷结构	6
图 11: 石油沥青装置开工率季节性	6
图 12: 社融、信贷和企业中长期贷款余额增速	6
图 13: PSL 月度环比与资金利率	8
图 14: PSL 余额变化与金融机构存款准备金率	8
图 15: PSL 操作利率与政策利率	8
图 16: PSL 月度环比与长端利率	8
图 17: 一周债市行情回顾	10
图 18: 信用利差和等级利差	10
图 19: 3Y 企业债等级利差	10
图 20: 10Y-1Y 国债利差	10
图 21: 10Y-1Y 国开利差	10
表 1: PSL 细节介绍	3
表 2: 下周关注	9

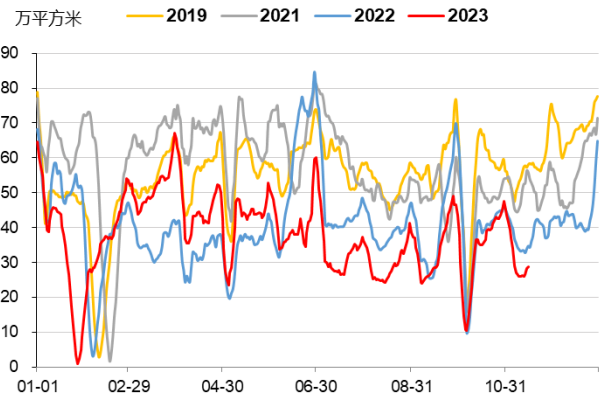
10 月经济数据显示地产压力有所增大，竣工支撑力度减弱，销售、新开工、施工环节降幅扩大，居民新增中长期贷款显著走低，“银十”成色不足。地产低迷，内需不足，宏观预期仍然偏弱。

图 1：地产链条主要指标当月同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：30 大中城市商品房销售面积季节性



资料来源：Wind，天风证券研究所

市场关注地产等领域是否会祭出进一步增量政策。

10 月下旬，住建部领导在地方调研¹“三大工程”推进情况，加快推进项目落地。

10 月 31 日，中央金融工作会议通稿²涉及更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。

11 月 8 日，潘功胜行长在金融街论坛年会提到³，从货币角度，为保障性住房等“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持。

11 月 17 日，三部委联合召开金融机构座谈会⁴，通稿提及优化资金供给结构，盘活存量金融资源，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的金融支持，积极服务保障性住房等“三大工程”建设。

市场对于是否使用 PSL 支持“三大工程”建设的关注度也在提升。PSL 如果运用，对于债券市场意味着什么？

1. 什么是 PSL?

PSL（抵押补充贷款）是一种结构性货币政策工具⁵。

表 1：PSL 细节介绍

属性	具体内容
发放原则	特定用途、专款专用、保本微利、确保安全：PSL 资金定向精准发放符合央行规定用途的贷款，单独记账核算不得挪用，合理确定贷款利率，以借款机构整体信用为担保，采取质押方式发放并根据实际情况及时收回，保证 PSL 资金安全
操作利率	初创时为 4.5%，随后经多次下调，当前为 2.4%
期限	每笔抵押补充贷款的合同期限为 1 年，展期次数累计原则上不超过 4 次，实际使用期限不宜超过 5 年
操作对象	以政策行为主。创设初始向国开行操作，2015 年 10 月扩大至三家政策行。原则上也可以面向经国务院批准的其他金融机构法人及其分支机构
运作模式	政策行向 PSL 所支持的特定领域投放专项贷款后，向央行提供高等级债券和优质信贷资产等合格抵押品，从央行获取 PSL 资金。自 2016 年 5 月起，央行在每月初，根据政策性银行上个月向特定领域的贷款情况，按贷款本金的 100% 发放 PSL 资金
投向领域	起初为棚改，随后扩大到基建、生态环保、先进制造业、重大区域发展战略、外贸转型升级等多种领域

资料来源：中国人民银行，Wind 等，天风证券研究所

¹ https://mp.weixin.qq.com/s/b_DQbarztH522_93ZyVSEw
² http://www.news.cn/politics/leaders/2023-10/31/c_1129951150.htm
³ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5125804/index.html>
⁴ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5138967/index.html>
⁵ <https://mp.weixin.qq.com/s/t74M9PSeRrJOO7NznWvFtA>

2014年4月25日，央行创设PSL⁶，初衷在于开发性金融支持棚改提供长期稳定、成本适当的资金来源。7月底，银监会批准国开行住宅金融事业部开业⁷，以办理棚户区改造及相关城市基础设施工程建设贷款业务等。到2014年末，棚改货币化安置比例有所提高。

2015年6月，国务院提出2015-2017三年棚改计划⁸，PSL作为重要资金来源，在棚改货币化安置方面发挥了重要作用。

2015年10月，PSL操作对象扩大至三家政策行，投向领域扩大至重大水利工程、人民币“走出去”项目等其它特定领域贷款⁹。

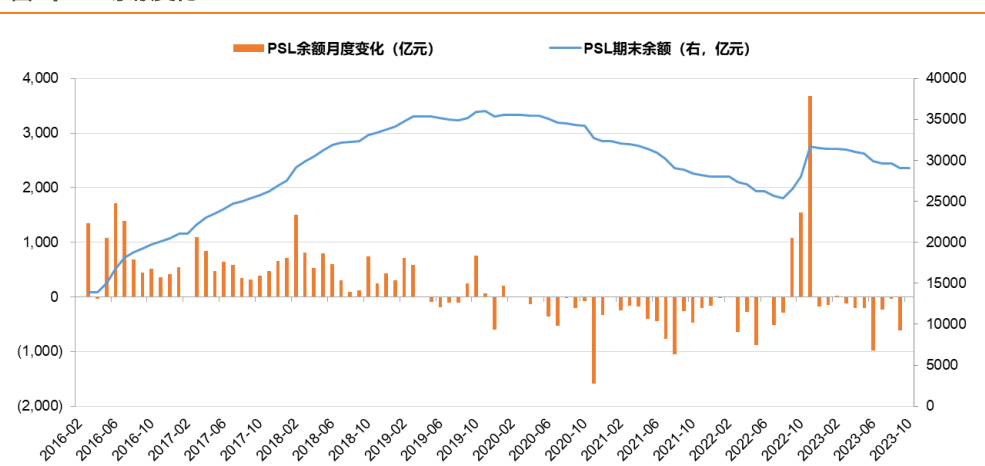
2016年到2017年上半年，PSL支持棚改货币化持续推进，且不同政策行根据其自身定位，将PSL资金用于提供与其经营特色相对应领域的信贷支持¹⁰。

2018年，PSL投向领域继续扩容。根据2018年《农村人居环境整治三年行动方案》¹¹以及中国人民银行天津分行的公告¹²，PSL投向领域扩容至生态环保、先进制造业、重大区域发展战略、外贸转型升级等更多领域，PSL资金支持的项目数量也在增加。

2022年下半年，为应对经济压力和部分突出问题，央行重启PSL用于支持基建相关领域的信贷投放，也可能涉及地产相关领域支持，PSL余额出现阶段性扩张。

2022年四季度货政报告披露¹³“运用抵押补充贷款支持开发性政策性金融机构为基础设施重点领域设立金融工具和提供信贷支持”。

图3：PSL余额变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. PSL有何作用？

综合历史，PSL作为央行定向流动性支持，引导金融机构向特定实体领域进行信贷投放，推进信用扩张和扩大实体需求，其作用就在于带动微观主体信用扩张。

首先参考PSL运用的两个典型阶段：

■ 2015-2016年PSL支持棚改和地产

前期2014年上半年房价涨幅回落，销售萎靡，库存高企，去化压力加大，投资端积极性也严重下降。随后各地一系列地产政策出台，包括“930新政”以及一线城市限购限贷的

⁶ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125963/2810732/index.html>

⁷ http://www.gov.cn/xinwen/2014-07/29/content_2726581.htm

⁸ http://www.gov.cn/zhengce/content/2015-06/30/content_9991.htm

⁹ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/2161446/2161457/2971463/index.html>

¹⁰ <http://lasa.pbc.gov.cn/lasa/120537/3117687/index.html>

¹¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/RknJwPM7w3MKO4BSYXicsg>

¹² <http://tianjin.pbc.gov.cn/fzhtianjin/113678/3776040/index.html>

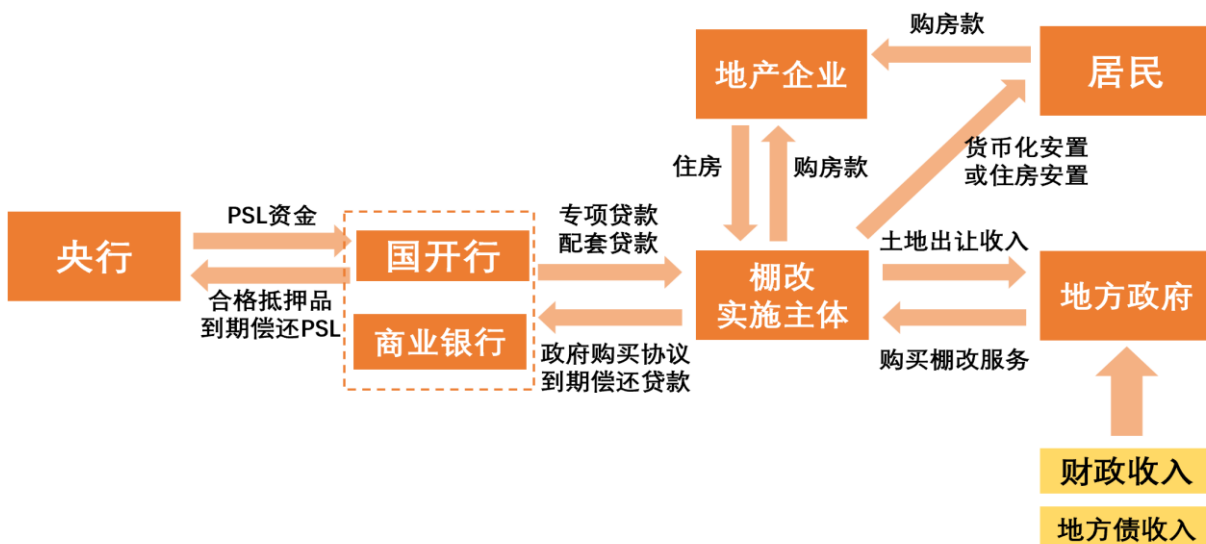
¹³ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/4584071/4804390/2023022418125754970.pdf>

放松。这其中，2014-2016 全国地产能实现脱困，棚改货币化起到关键作用。

根据国开行 2016 年报，国开行依托 PSL 发挥棚改融资主渠道作用，其它的辅助融资渠道还包括银团贷款、棚改 ABS 等方式，引导社会资金参与棚改建设。

作为“PSL 资金-棚改专项贷款-货币化安置”链条第一环，PSL 资金支持货币化安置，助力居民资产负债表修复，支持购房需求，进而扭转地产周期和实现信用扩张。

图 4：央行 PSL 操作与棚改货币化的相关运行机制

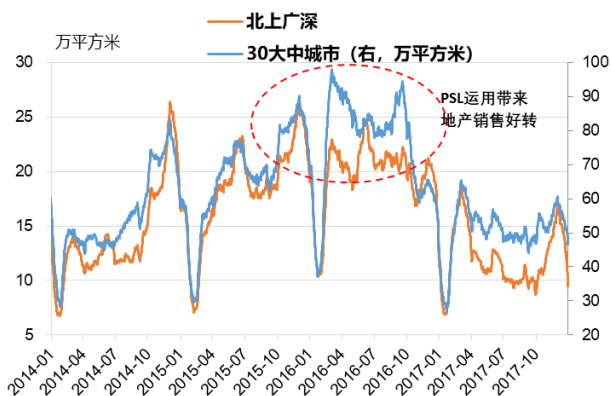


资料来源：深圳市人民政府官网等，天风证券研究所

此前棚改项目主要采取新建安置，纯货币补偿比例一般控制不超过 20%。到 2014 年年末，纯货币补偿比例略有提高，但仍控制在不超过 40%的水平。在大规模推进货币化安置以前，地产市场情况未见显著改善，尤其是低能级城市商品房销售迟迟不见好转，房地产投资持续下滑。

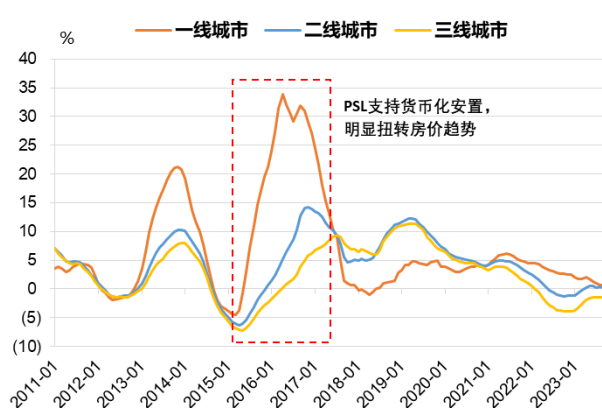
2015 年 PSL 运用力度快速提升、支持棚改货币化安置，有效补充居民现金流，资产负债表能力和购买力显著改善。地产库存逐步消化，到 2016 年商品房销售和房地产投资开始全面回暖。

图 5：商品房成交面积 MA30



资料来源：Wind，天风证券研究所

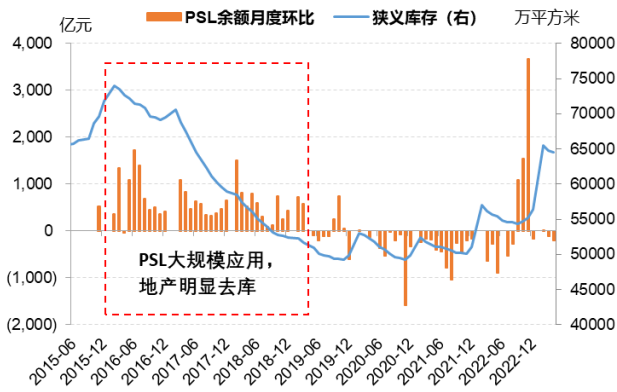
图 6：不同能级城市新建住宅价格同比



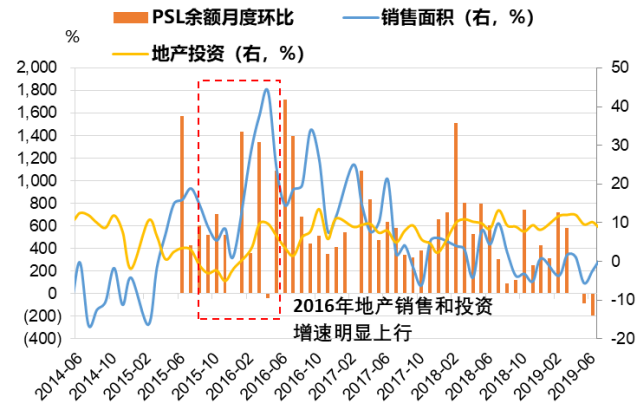
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：PSL 余额变化与地产狭义库存面积

图 8：PSL 余额变化与地产销售和地产投资当月同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

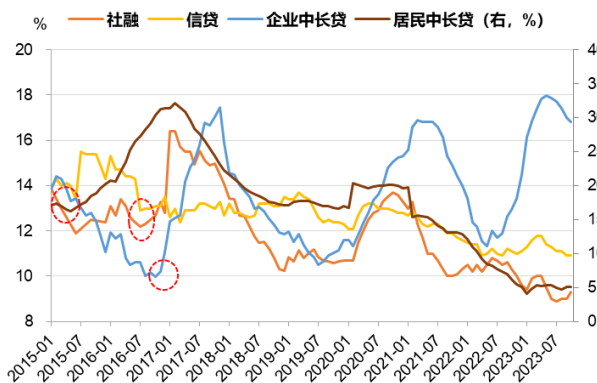
地产回暖进一步带动微观主体信用扩张。

地产具备很强的顺周期属性。作为社会信用最终抵押品，地产背后连着杠杆，与广义信贷相互放大和强化。

从信贷结构观察，PSL 启动后，居民中长贷明显改善，随后企业中长贷改善，票据贴现同比少增，信贷结构改善。

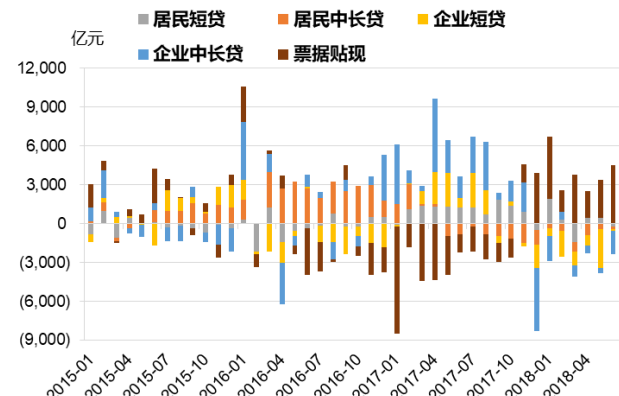
综合来看，PSL 是推动信用扩张循环的启动因子。

图 9：居民中长贷、信贷社融、企业中长贷增速先后见底



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 10：新增信贷结构



资料来源: Wind, 天风证券研究所

■ 2022 年 PSL 支持基建

这一阶段 PSL 配合前期其它政策工具，提振基建投资以发挥稳增长托底作用，并提供重要信用支撑，显著改善企业中长贷表现。

2022 年 9 月，央行重启 PSL 且操作利率下调至 2.40%，与前期的调增政策行信贷额度¹⁴、设立专项金融工具¹⁵等措施协同配合，有效提振了基建投资。

PSL 阶段性放量的 9-11 月期间，微观层面表现为基建产业链数据好转，如石油沥青装置开工率回升、国内机械销量降幅持续收窄¹⁶；宏观层面表现为社融信贷整体增速回落情况下，企业中长贷仍保持明显增长。

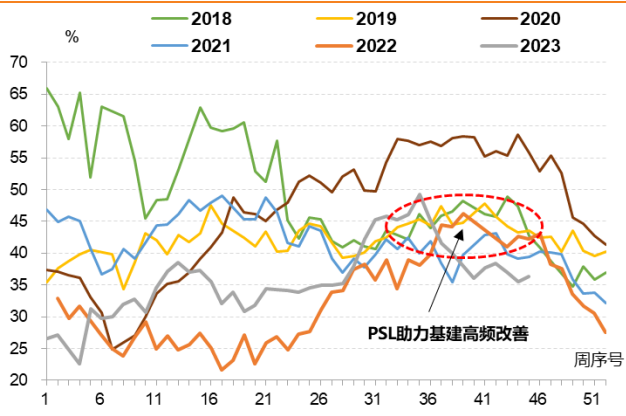
图 11：石油沥青装置开工率季节性

图 12：社融、信贷和企业中长期贷款余额增速

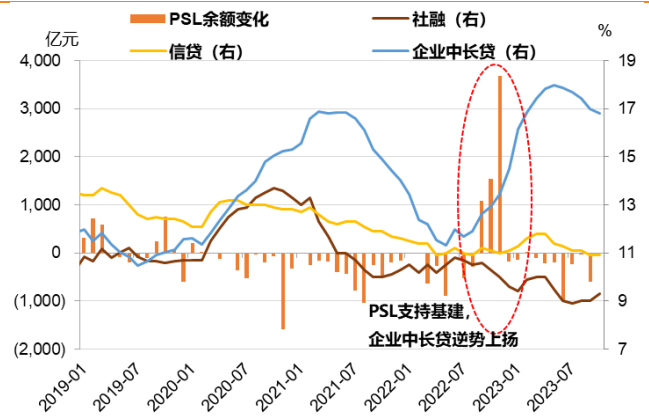
¹⁴ http://www.gov.cn/premier/2022-06/01/content_5693460.htm

¹⁵ http://www.gov.cn/premier/2022-08/24/content_5706689.htm

¹⁶ https://mp.weixin.qq.com/s/2DpH3o_fxDXnMc4iJdciUQ



资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

显然，在宏观有效需求不足、实体杠杆扩张受限的背景下，PSL 对于解决当下的宏观困境确有帮助。

虽然两段历史 PSL 投向有所不同，但在带动宏观指标的共性方面，就是明显提振微观主体信用扩张，疏通宏观政策到微观主体的传导约束。

至于撬动信用扩张的效果，参考其它结构性货币政策，PSL 杠杆效应可以按 3 倍估计：

“一季度人民银行通过降准、再贷款等工具释放长期流动性约 2 万亿元，新增人民币贷款 7.1 万亿元，每 1 元的流动性投放可支持 3.5 元的贷款增长，是 1: 3.5 的倍数放大效应”

——2020 年一季度货币政策执行报告¹⁷

“加大再贷款等结构性货币政策工具的支持力度，用好支农支小再贷款和两项减碳工具，加快 1000 亿再贷款投放交通物流领域，创设 2000 亿元科技创新再贷款和 400 亿元普惠养老再贷款，预计带动金融机构贷款投放多增 1 万亿元。”

——人民银行 外汇局出台 23 条举措全力做好疫情防控和经济社会发展金融服务¹⁸

据此，我们预计 0.5-1 万亿的 PSL 对应多增贷款 1.5 万亿到 3 万亿，拉动贷款同比增速 0.6-1.3 个百分点，社融 0.4-0.8 个百分点。

3. PSL 使用对市场有何影响？

PSL 是否影响资金面？

PSL 可以增加基础货币，与 OMO、MLF 等不同工具互相配合，提供不同期限的流动性。

“2016 年基础货币增长加快，主要是与央行供给流动性方式变化有关。2015 年主要通过降低法定准备金率来供给流动性，降准后法定准备金会转化为超额准备金，由此基础货币的结构将发生变化，但基础货币总量不会增加。2016 年则更多通过公开市场逆回购、中期借贷便利以及抵押补充贷款等工具供给流动性，这会直接增加基础货币总量，导致基础货币增长加快。”

——2016 年四季度货币政策执行报告¹⁹

价格方面，PSL 操作利率不属于严格意义上的政策利率，但仍然具备价格信号功能。如果央行后续更多通过 PSL+MLF 的方式提供基础货币，从边际上可能影响资金利率的定价水平。

对于采取先贷后借模式的结构性货币政策工具，其对于资金面的扰动还在于商业银行在

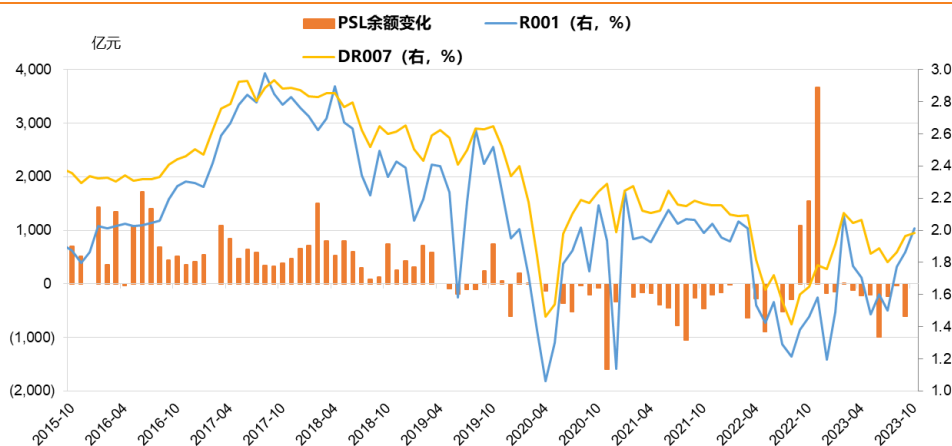
¹⁷ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/4021036/4021012/index.html>

¹⁸ https://www.gov.cn/xinwen/2022-04/18/content_5685923.htm

¹⁹ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/3066656/3254786/index.html>

“贷”、“借”之间存在时间差，先投放信贷资产，后提供基础货币支持，流动性波动可能无法避免。

图 13：PSL 月度环比与资金利率

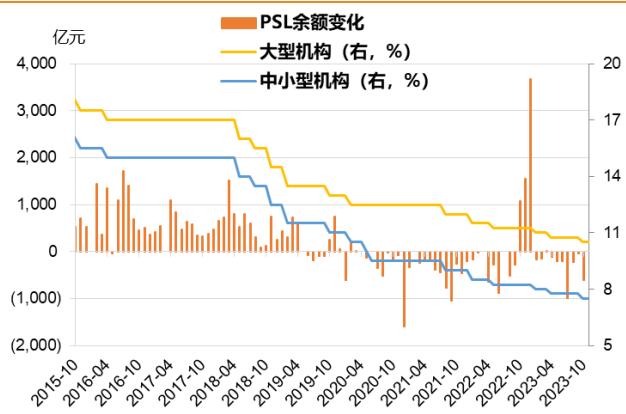


资料来源：Wind，天风证券研究所

当然从宏观角度还需要考虑 PSL 操作带来的宽信用作用，宽信用可能带来流动性的边际消耗。

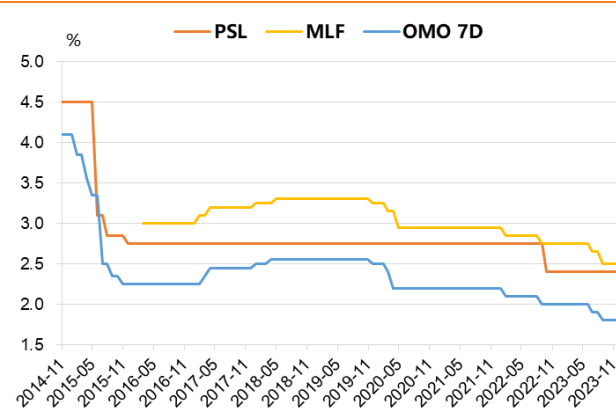
所以 PSL 运用对于流动性有一定的不利影响。

图 14：PSL 余额变化与金融机构存款准备金率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：PSL 操作利率与政策利率



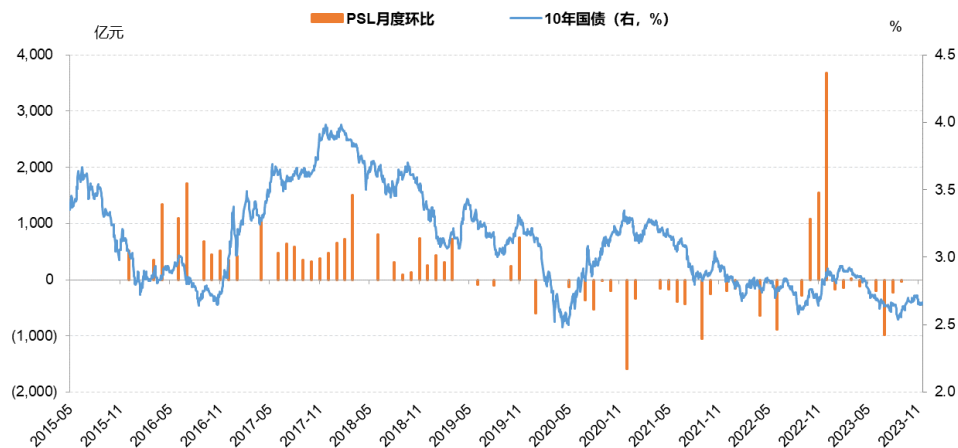
资料来源：Wind，天风证券研究所

对于债市，需要注意 PSL 的运用是否有助于带来宏观预期和现实的改善。

前期增发国债、调增预算，意味着中央政府明确加杠杆，政策逻辑和市场底层逻辑显著改变。历史上利率真正转势通常需要看到由政府加杠杆向微观主体加杠杆的切换，也就是要看到增量政策传导效果得到验证，考虑到目前微观主体深陷资产负债表困境，需要结构性工具带动微观主体信用扩张，比如专项政策性金融工具、再贷款和 PSL 等。所以在财政更加积极之后，需要格外关注 PSL 等结构性工具运用对实体信用和宏观预期的进一步引导。

前期 PSL 运用的两个典型阶段，2015-2017 年以及 2022 年 9-11 月，都存在 PSL 加大投放逐步带来债市压力。所以 PSL 有还是没有，怎么运用，相应可能会带来债市变化。

图 16：PSL 月度环比与长端利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 小结

PSL 什么作用?

PSL 作为央行定向流动性支持, 引导金融机构向特定实体领域进行信贷投放, 推进信用扩张和扩大实体需求, 其**作用就在于带动微观主体信用扩张**。

至于撬动信用扩张的效果, 参考其它结构性货币政策, PSL 杠杆效应可以按 3 倍估计, 我们预计 0.5-1 万亿的 PSL 对应多增贷款 1.5 万亿到 3 万亿, 拉动贷款同比增速 0.6-1.3 个百分点, 社融 0.4-0.8 个百分点。

PSL 是否影响资金面?

PSL 可以增加基础货币, 与 OMO、MLF 等不同工具互相配合, 提供不同期限的流动性。

价格方面, PSL 操作利率不属于严格意义上的政策利率, 但仍然具备价格作用。如果央行后续更多通过 PSL+MLF 的方式提供基础货币, 从边际上可能影响资金利率的定价水平。

对于采取先贷后借模式的结构性政策工具, 其对资金面的扰动还在于商业银行在“贷”、“借”之间存在时间差, 先投放信贷资产, 后提供基础货币支持, 流动性波动可能无法避免。

当然从宏观角度还需要考虑 PSL 操作带来的宽信用作用, 宽信用可能带来流动性的边际消耗。所以 PSL 运用对于流动性有一定的不利影响。

PSL 对债券市场意味着什么?

对于债市, 除了资金面或有扰动之外, 需要注意 PSL 运用是否有助于带来宏观预期和现实的改善。

前期增发国债、调增预算, 意味着中央政府明确加杠杆, 政策逻辑和市场底层逻辑显著改变。历史上利率真正转势通常需要看到由政府加杠杆向微观主体加杠杆的切换, 也就是要看到增量政策传导效果得到验证, 考虑到目前微观主体深陷资产负债表困境, 需要结构性工具带动微观主体信用扩张, 比如专项政策性金融工具、再贷款和 PSL 等。所以在财政更加积极之后, 需要格外关注 PSL 等结构性工具运用对实体信用和宏观预期的进一步引导。

前期 PSL 运用的两个典型阶段, 2015-2017 年以及 2022 年 9-11 月, 都存在 PSL 加大投放逐步带来债市压力。所以 PSL 有还是没有, 怎么运用, 相应可能会带来债市的不同变化。

表 2: 下周关注

	时间	事项
国内	11 月 20 日	10 月 LPR 报价
	11 月 24 日	10 月服务贸易差额

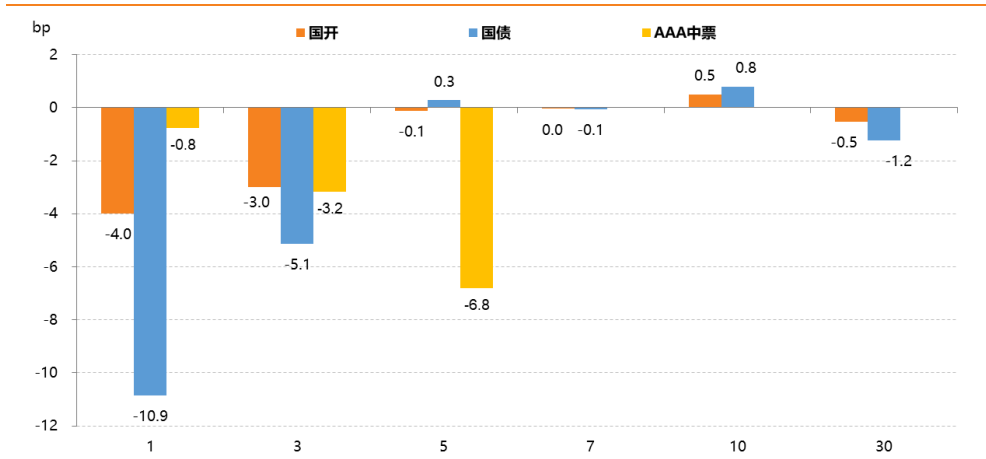
海外	11月21日	美国 10月成屋销售数据
	11月22日	美国 EIA 原油库存周报
	11月23日	欧元区 11月 PMI 初值
	11月23日	美国当周初请失业金人数

资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 一周债市回顾

本周短端利率下行较多, 中长期利率基本维持平稳, 长久期信用债表现较好。

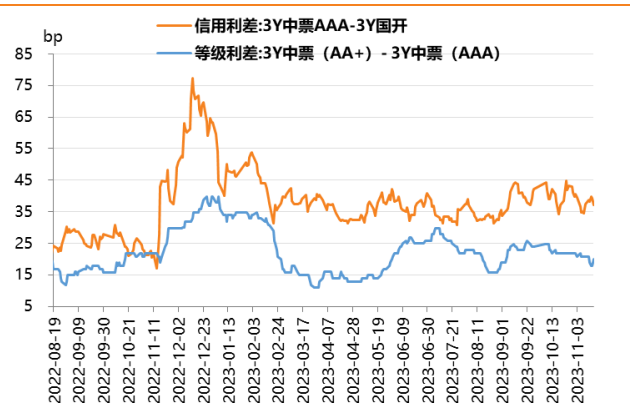
图 17: 一周债市行情回顾



资料来源: Wind, 天风证券研究所

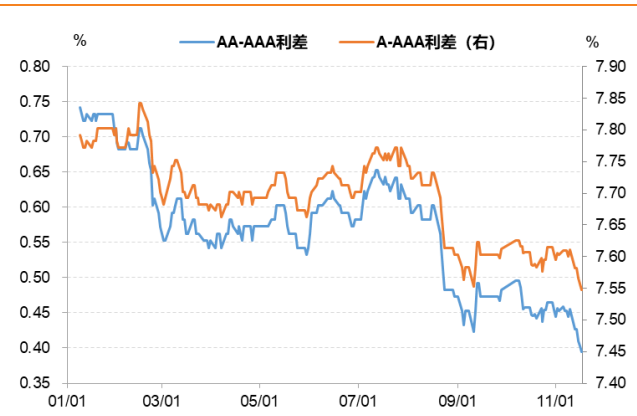
信用利差、中票等级利差有所收窄, 3Y 企业债等级利差显著下行。

图 18: 信用利差和等级利差



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 3Y 企业债等级利差

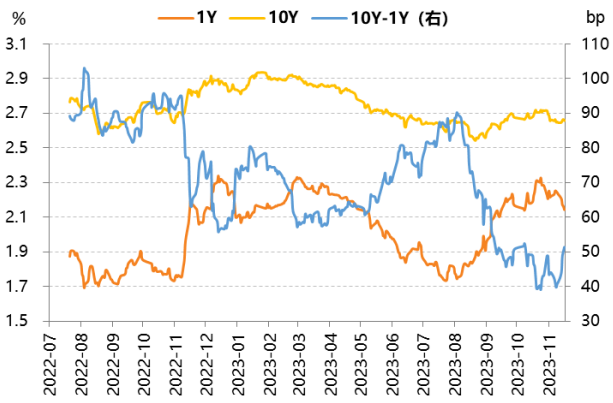


资料来源: Wind, 天风证券研究所

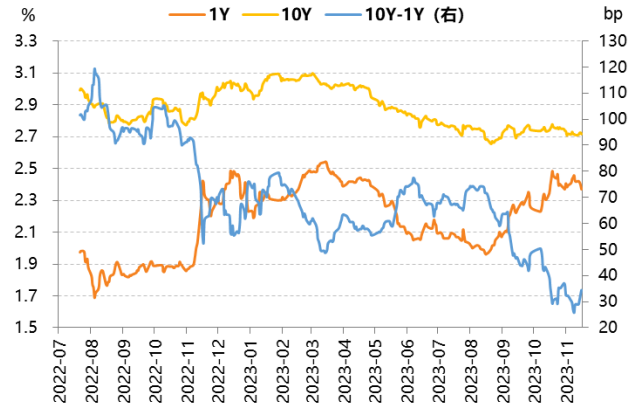
本周短端利率回落, 长端基本维持平稳, 10Y-1Y 利差有所走扩。

图 20: 10Y-1Y 国债利差

图 21: 10Y-1Y 国开利差



资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

一周债市复盘：

11月13日(周一)，曲线走陡，资金面平稳，中美会面消息提振市场风险偏好。截至收盘，10年国债收益率较上一日上行0.1BP，收于2.65%。

11月14日(周二)，市场关注PSL是否重启，收益率上行。截至收盘，10年国债收益率较上一日上行1.2BP，收于2.66%。

11月15日(周三)，上午公布10月经济数据、MLF超额续作规模较大；午后短端表现强势，收益率下行较多。截至收盘，10年国债收益率较上一日下行0.6BP，收于2.66%。

11月16日(周四)，央行OMO净投放规模较大。截至收盘，10年国债收益率较上一日下行0.7BP，收于2.66%。

11月17日(周五)，R001回落，资金面压力有所缓解。截至收盘，10年国债收益率较上一日下行0.3BP，收于2.65%。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com