



Research and  
Development Center

# 货币政策的几个信号

2023年11月28日

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号：S1500521040002  
联系电话：010-83326858  
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理  
邮箱：wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

## 货币政策的几个信号

2023年11月28日

- **“以债务拉动经济增长的效能降低”有两层涵义。**一是在2008年金融危机后，国内常年举债，内债风险已成为系统性金融风险的主要构成部分（据我们测算，今年底全国政府负债率可能达到56%左右，国际警戒线是60%；今年底地方政府债务率可能达到140%左右，国际通行标准是100%-120%），在此情形下，未来债务扩张将更加谨慎；二是债务拉动经济的背后逻辑是扩大供给，如地产供给（房企加杠杆）、基建供给（城投和政府加杠杆）和制造业供给（实体企业加杠杆）等，但市场需求如果不能有效消化，产能过剩、库存过剩的问题就会凸显，所以报告紧接着就强调了地产市场供求关系的变化，并进一步明确了经济转型的紧迫性。
- **新动能，新模式，经济转型紧迫性提升。**三季度货政报告指出“加快保障性住房等‘三大工程’建设，构建房地产发展新模式”。“三大工程”包括城中村改造、保障性住房和“平急两用”公共基础设施。今年在商品房投资、销售低迷不振的态势下，下半年中央多个高层会议对“三大工程”做出了积极部署，而三季度货政报告将这三项工程的建设 and 房地产开发新模式联系起来。我们认为，这其中不仅是包含支持“三大工程”在边际上拉动地产投资的涵义，而是要在长期下探索出改建结合的新路子。相比从前地产行业外延式扩张，大拆大建的旧路，以局部改造、整体修缮、拆建结合的新道路可能更适合新时代下地产行业的发展，不仅避免了库存过剩，而且惠及民生，贡献经济价值外还能凸显社会价值。
- **货币政策强调“跨周期”。**三季度货政报告强调“更加注重做好跨周期和逆周期调节”。我们认为“跨周期”更值得被关注。今年四季度增发万亿国债是财政跨周期调节的典型实例，而货币政策跨周期的典型是去年四季度实施的政策性开发性金融工具，此工具的部分资金来源是央行的抵押补充贷款（PSL），主要用途是重大基建项目资本金，今年一季度货币政策执行报告提到要“持续发挥政策性开发性金融工具的作用，增强政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资”。一般一个稍大型基建项目的建设周期在四年左右，而资本金在整个项目建设周期都会发挥源源不断撬动社会投资的功能。展望后续，我们认为年内仍有可能再次出台发挥跨周期调节职能的货币政策工具。
- **短期房价企稳是关键。**三季度货政报告在物价方面指出“物价短期还将维持低位，未来将回归常态水平”。我们认为，未来物价回归常态水平，比如明年回归，也主要是由于基数效应，更关键地要看市场需求的恢复程度，而不是数值本身的升降变化。至于市场需求的恢复，地产回暖后的需求拉动固然是一方面，更多地还是居民信心的提升，本质上是居民收入的提升。房价下降，不仅是利空地产行业，也会损失居民财富，损伤居民消费信心。所以我们认为，未来核心是之一房价，房价企稳回升是稳定居民信心，拉动市场需求，同时是利多地产市场的关键一环。

**风险因素：**国际政治形势超预期，美联储加息超预期

目录

一、强调经济发展的新动能 .....	3
二、强调货币政策跨周期 .....	4
三、房价企稳是关键 .....	5
风险因素 .....	7

图目录

图 1：我国债务率指标已经较高 .....	3
图 2：年内物价仍处于低位 .....	5

表目录

附表：Q3 和 Q2 货币政策执行报告对比 .....	6
-----------------------------	---

## 一、强调经济发展的新动能

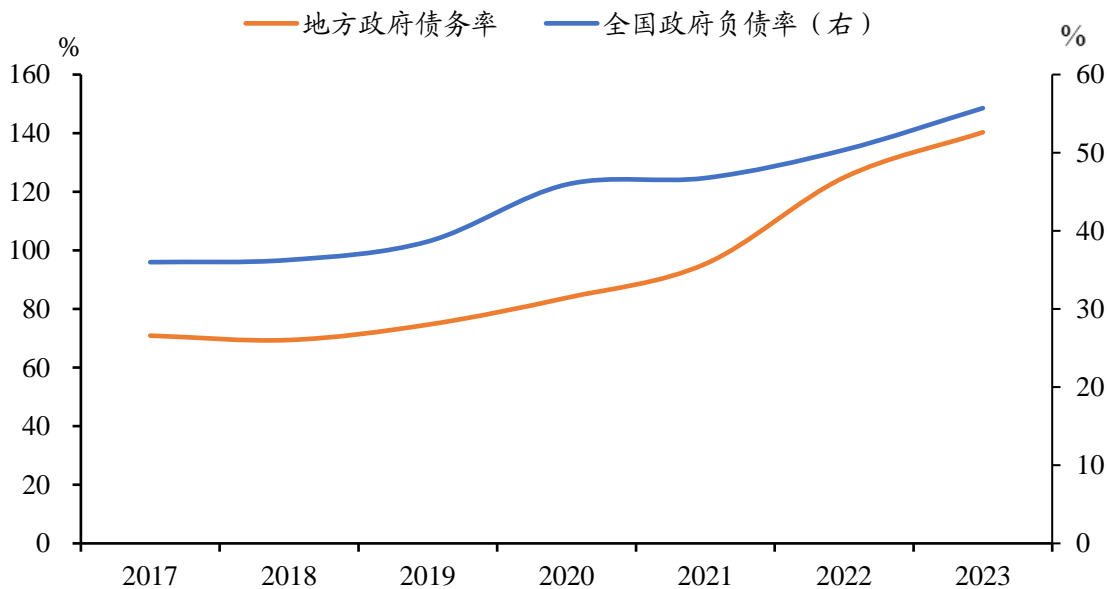
在国内经济的表述上，三季度货政报告指出“中国经济保持平稳发展的有利因素较多，经济内生动力还将不断增强”，这是短期视角。“从国内看，以债务拉动经济增长的效能降低，房地产供求关系发生重大变化，推动经济加快转型的紧迫性上升”这一长视角下的表述更值得被关注。

首先，我们认为，关于债务拉动经济的效能降低有两层涵义，一是在 2008 年金融危机后，国内常年举债，内债风险已成为系统性金融风险的主要构成部分（据我们测算，今年底全国政府负债率可能达到 56%左右，国际警戒线是 60%；今年底地方政府债务率可能达到 140%左右，国际通行标准是 100%-120%），在此情形下，未来债务扩张要更加谨慎；二是债务拉动经济的背后逻辑是扩大供给，如地产供给（房企加杠杆）、基建供给（城投和政府加杠杆）和制造业供给（实体企业加杠杆）等，但市场需求如果不能有效消化，产能过剩、库存过剩的问题就会凸显。所以报告紧接着就强调了地产市场供求关系的变化，并进一步明确了经济转型的紧迫性。

具体如何转型，这是一个重大问题。三季度货政报告在局部上提出了与此相关的“房地产发展新模式”。二季度货币政策执行报告就提出“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”。三季度货政报告指出“加快保障性住房等‘三大工程’建设，构建房地产发展新模式”。“三大工程”包括城中村改造、保障性住房和“平急两用”公共基础设施。今年在商品房投资、销售低迷不振的态势下，下半年中央多个高层会议对“三大工程”做出了积极部署，而三季度货政报告将这三项工程的建设 and 房地产开发新模式联系起来。

我们认为，这其中不仅是包含支持“三大工程”在边际上拉动地产投资的涵义，而是要在长期下探索出改建结合的新路子。相比从前地产行业外延式扩张，大拆大建的旧路，以局部改造、整体修缮、拆建结合的新道路可能更适合新时代下地产行业的发展，不仅避免了库存过剩，而且惠及民生，贡献经济价值外还能凸显社会价值。

图 1：我国债务率指标已经较高



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

## 二、强调货币政策跨周期

三季度货币政策报告在谈及货币政策基调中指出“坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨”，在二季度报告的“稳固支持实体经济恢复发展”更进一步。三季度货币政策报告具体阐述为“坚持稳中求进工作总基调，完善金融宏观调控，加快建设金融强国，坚定不移走中国特色金融发展之路。坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨，建设现代中央银行制度，始终保持货币政策的稳健性，加强优质金融服务，更好支持扩大内需，促进稳外资稳外贸，为经济社会发展提供高质量服务”。核心就是围绕着服务实体，且是优质服务、高质量服务。我们认为，背后隐含着强调“做精金融业”而不是“做大金融业”，金融的角色既然是服务实体，做优做精，比金融自身做大做强，在当前的政策基调中更被看重。

在调控目标中，三季度货币政策报告强调“更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱，着力营造良好的货币金融环境。准确把握货币信贷供需规律和新特点，加强货币供应总量和结构双重调节”。这其中，我们认为“跨周期”更值得被关注。今年四季度增发万亿国债是财政跨周期调节的典型实例，而货币政策跨周期的典型是去年四季度实施的政策性开发性金融工具，此工具的部分资金来源是央行的抵押补充贷款（PSL），主要用途是重大基建项目资本金，今年一季度货币政策执行报告提到要“持续发挥政策性开发性金融工具的作用，增强政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资”。一般一个稍大型基建项目的建设周期可能在四年左右，而资本金在整个项目建设周期都会发挥源源不断撬动社会投资的功能。21世纪经济报道指出，今年监管拟设立城中村改造专项借款，可能预示着年内仍有可能再次出台发挥跨周期调节职能的货币政策工具。

在工具上，三季度货币政策报告指出“结构性货币政策工具‘聚焦重点、合理适度、有进有退’，落实好调增的再贷款再贴现额度，实施好存续工具，优化资金供给结构，把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业，做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，加快培育新动能新优势”。这和金融服务实体是相呼应的。所谓“五篇大文章”无一例外，都是实体经济，包括传统实体和新实体。二季度报告仅提到“小微企业、科技创新、绿色发展”，三季度货币政策报告新增了养老和数字，进一步强调了货币政策工具支持实体经济的范围。

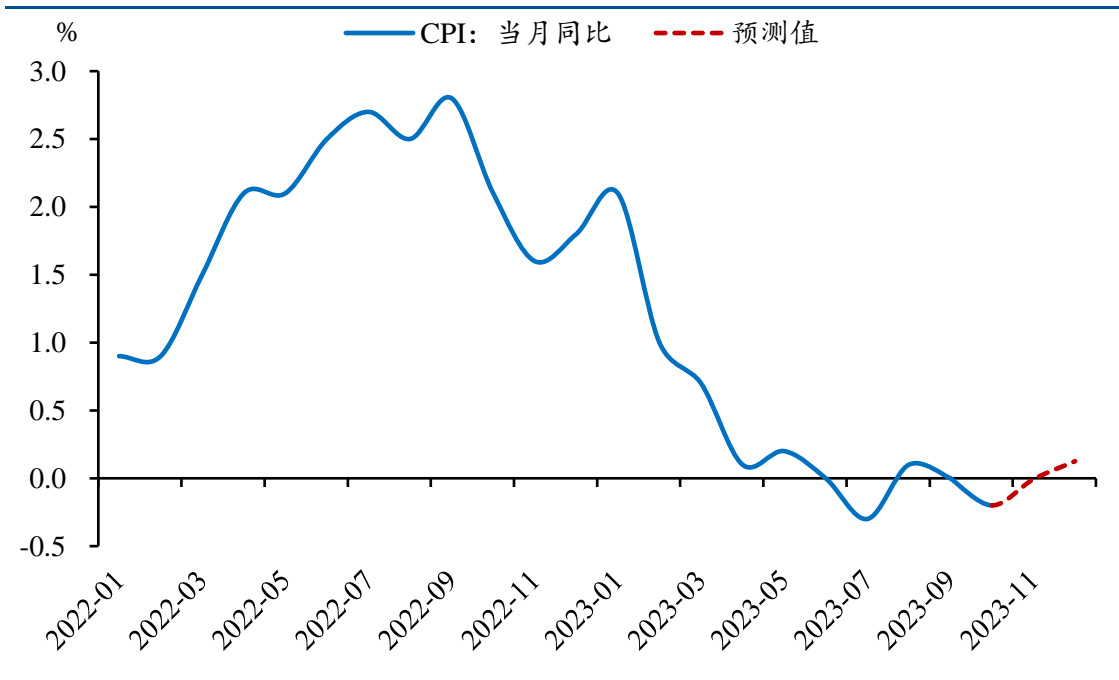
在金融支持房地产方面，三季度货币政策报告表述为“完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷。继续用好“第二支箭”支持民营企业发债融资”。这方面增量信息不多，核心就是更加强调对各类房企（非正常经营的除外）要全面支持，给予充分的现金流保障。我们认为，地产对于当前中国经济有牵一发而动全身的作用，地产回暖，城投公司、房企、地方政府都会受益；地产低迷，各主体整体会倾向陷入资金紧张，偿债紧张。三季度货币政策报告对地产两方面的阐述，一是发展新模式，二是充分信贷支持，是从长期和短期分别做强调。

### 三、房价企稳是关键

三季度货币政策报告在物价方面指出“物价短期还将维持低位，未来将回归常态水平。近期我国 CPI 同比在 0 附近运行，主要是受去年同期猪肉价格较快上涨的基数影响，核心 CPI 同比保持基本稳定，服务 CPI 较上半年还有所加快，与经济恢复向好的走势基本一致，PPI 降幅也总体趋于收敛。随着各项政策加快落地见效、内需持续改善，物价上行动能将进一步积蓄。中长期看，我国经济供需总体平衡，货币政策保持稳健，居民通胀预期平稳，不存在长期通缩或通胀的基础”。二季度报告指出“物价有望触底回升”。相较之下，三季度降低了物价回升的预期。

在《通胀低迷的逻辑》一文中，我们认为年内猪肉价格缺乏回升的基础，外加市场需求仍在恢复中，预计今年维持低物价水平。

图 2：年内物价仍处于低位



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

我们认为，未来物价回归常态水平，比如是明年回归，也主要是由于基数效应，更关键的要着市场需求的恢复程度。市场需求的恢复，地产回暖后的需求拉动固然是一方面，更多地是居民信心的提升，本质上是居民收入的提升。房价下降，不仅是利空地产行业，也会损失居民财富，损伤居民消费信心。所以我们认为，未来核心之一是房价，房价企稳回升是拉动市场需求，同时利多地产市场的关键。

**附表：Q3 和 Q2 货币政策执行报告对比**

		2023Q3	2023Q2
世界经济金融形势		<p>全球经济延续复苏态势，但增长前景分化，普遍面临“高通胀、高利率、高债务”等挑战。美欧劳动力市场保持紧俏，通胀压力总体缓解但仍有粘性，政策利率可能较长时间维持高位。未来一段时间，全球贸易增速放缓对经济增长的拖累，能源价格对通胀走势的扰动，以及全球高债务、高利率可能诱发的金融风险仍需关注。</p> <p>主要经济体经济增长复苏前景分化，美欧通胀仍有较强粘性，劳动力市场依然强劲但存不确定性，<b>国际金融市场大幅波动</b>。主要发达经济体加息周期接近尾声。新兴经济体货币政策分化。</p> <p>值得关注的问题和趋势包括，<b>经济增长仍未恢复至疫情前水平</b>，高利率下通胀压力依然存在，<b>全球债务水平处于历史高位</b>，全球金融潜在风险逐步累积。</p>	<p>全球主要经济体延续恢复势头，<b>美欧通胀在高基数下继续回落</b>，劳动力市场边际降温但总体依然强劲，<b>通胀回落至疫情前水平仍需时日</b>。<b>发达经济体本轮加息周期或已接近尾声</b>，国际金融市场总体走好，<b>也要关注货币政策不确定性上升、全球流动性持续收紧、地缘政治冲突升级等潜在风险</b>。</p> <p><b>主要经济体经济增长总体延续恢复势头</b>，美欧通胀继续回落，劳动力市场依然偏强，<b>国际金融市场表现总体向好</b>。主要发达经济体货币政策延续收紧态势，但步伐有所放缓。新兴经济体货币政策分化。</p> <p>值得关注的问题和趋势包括，<b>通胀回落至疫情前水平尚需时日</b>，全球金融稳定风险上升，经济前景和货币政策不确定性上升。</p>
中国宏观经济形势与展望		<p>前三季度，面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，各地区各部门着力扩大内需、提振信心、防范风险，<b>国民经济持续恢复向好</b>，生产供给稳步增加，市场需求持续扩大，就业物价总体改善，发展质量稳步提升，<b>积极因素累积增多</b>。</p> <p>展望未来，中国经济保持平稳发展的有利因素较多，经济内生动力还将不断增强。经济平稳运行也面临一些内外挑战。从国际看，地缘政治冲突加剧，世界经济增长的不确定性上升，发达经济体利率持续高位，外溢风险仍可能通过汇率、资本流动、外债等渠道冲击新兴市场经济体。从国内看，<b>以债务推动经济增长的效能降低，房地产供求关系发生重大变化，推动经济加快转型的紧迫性上升</b>。也要看到，从经济发展大趋势看，我国发展的基本面没有变。</p>	<p>上半年，面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，各地区各部门突出做好稳增长稳就业稳物价工作，国民经济持续恢复、总体回升向好，高质量发展扎实推进，产业升级厚积薄发，粮食能源安全得到有效保障，<b>社会大局保持稳定</b>。</p> <p>展望未来，国民经济有望持续好转，<b>当前外部环境复杂严峻，国内经济运行也面临新的困难挑战</b>。从国际看，地缘博弈持续紧张，世界经济逆全球化风险上升；<b>发达经济体本轮加息对全球经济金融的累积效应还将持续显现</b>。从国内看，<b>居民收入预期不稳，消费恢复还需时间，民间投资信心不足</b>，一些企业经营困难，<b>部分行业存在生产外迁现象，地方财政收入支平衡压力加大</b>。也要看到，我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变。</p>
货币政策展望	政策基调	坚持稳中求进工作总基调，完善金融宏观调控，加快建设金融强国，坚定不移走中国特色金融发展之路。 <b>坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨，建设现代中央银行制度</b> ，始终保持货币政策的稳健性， <b>加强优质金融服务</b> ，更好支持扩大内需，促进稳外资稳外贸，为经济社会发展提供高质量服务。	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，全面深化改革开放，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革结合起来， <b>加大宏观政策调控力度</b> ，建设现代中央银行制度，充分发挥货币信贷效能， <b>不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解</b> ，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。
	调控方式	稳健的货币政策要精准有力， <b>更加注重做好跨周期和逆周期调节</b> ，充实货币政策工具箱， <b>着力营造良好的货币金融环境</b> 。准确把握货币信贷供需规律和新特点， <b>加强货币供应总量和结构双重调节</b> 。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。	稳健的货币政策要精准有力， <b>更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，德国支持实体经济恢复发展</b> 。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。
	工具	结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”，落实好新增的再贷款再贴现额度， <b>实施好存款工具</b> ，优化资金供给结构， <b>把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业</b> ，做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，加快培育新动能新优势。	结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”， <b>持续加大对小微企业、科技创新、绿色发展等支持力度</b> 。
	社融/M2	保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。	保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。
	实体经济	<b>充分发挥货币信贷政策导向作用</b> 。抓好《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》落实， <b>扎实开展小微企业信贷政策导向效果评估，提高民营和小微企业融资可得性和便利性</b> 。指导金融机构持续落实《关于金融支持全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的指导意见》，更好满足涉农领域多样化融资需求。	构建金融有效支持实体经济的体制机制。扎实开展小微企业信贷政策导向效果评估，引导金融机构优化资源配置和内部政策安排，强化科技手段运用， <b>加快建立金融服务小微企业企业敢贷愿贷能贷会贷长效机制</b> ，提高小微企业融资可得性和便利性。指导金融机构加快落实《关于金融支持全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的指导意见》， <b>推动金融产品和服务创新</b> ，进一步增强金融服务能力，更好满足涉农领域多样化融资需求，助力全面推进乡村振兴、加快建设农业强国。
房地产	完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求， <b>对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷</b> 。继续用好“第二支箭” <b>支持民营房地产企业发债融资</b> 。支持房地产企业通过资本市场合理股权融资。因城施策用好政策工具箱， <b>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</b> 。	<b>落实好“金融16条”，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。延续实施保交楼贷款支持计划至2024年5月末，稳步推进租赁住房贷款支持计划在试点城市落地</b> 。因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求， <b>扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，促进房地产市场平稳健康发展</b> 。	
物价	<b>物价短期还将维持低位，未来将回归常态水平</b> 。近期我国CPI同比在0附近运行，主要是受去年同期猪肉价格较快上涨的基数影响，核心CPI同比保持基本稳定，服务CPI较上半年还有所加快，与经济恢复向好的走势基本一致，PPI降幅也总体趋于收敛。随着各项政策加快落地见效，内需持续改善，物价上行动能将进一步积蓄。 <b>中长期看，我国经济供需总体平衡，货币政策保持稳健，居民通胀预期平稳，不存在长期通缩或通胀的基础</b> 。	<b>物价有望触底回升。当前我国没有出现通缩</b> ，宏观经济稳步恢复，广义货币保持较快增长，与历史上的典型通缩存在明显差异。 <b>下半年也不会有通缩风险，供需条件改善的有利因素还在增多</b> ，居民收入增长持续恢复，消费意愿稳步回暖，大宗消费和服务消费逐步回升， <b>综合来看，物价涨幅大概率已处于年内低位</b> 。中长期看，我国经济供需总体平衡，货币政策保持稳健，居民通胀预期平稳，不存在长期通缩或通胀的基础。	
信贷政策	保持货币信贷总量适度、节奏平稳。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。支持金融机构按照市场化、法治化原则满足实体经济有效融资需求， <b>着力加强贷款均衡投放，统筹衔接好年末年初信贷工作，适度平滑信贷波动</b> ，增强信贷总量增长的稳定性和可持续性，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配。	保持货币信贷总量适度、节奏平稳。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。支持金融机构按照市场化法治化原则满足实体经济有效融资需求， <b>增强信贷总量增长的稳定性和可持续性</b> ，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配， <b>着力提升货币信贷支持实体经济恢复发展的质量和效率</b> 。	
利率	深入推进利率市场化改革，健全市场化利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系，提升市场基准利率的公信力。 <b>持续发挥好贷款市场报价利率（LPR）改革效能</b> ，增强LPR对实际贷款利率的指导性， <b>推动实体经济融资成本稳中有降，规范贷款利率定价秩序，统筹好增量、存量及其他金融产品价格关系</b> 。	继续深化利率市场化改革，完善央行政策利率体系， <b>持续发挥贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制的重要作用，促进企业融资和居民信贷成本稳中有降</b> 。	
汇率	稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。加强预期管理，立足长远、发韧当前， <b>做好跨境资金流动的监测分析和风险防范。坚持底线思维，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险</b> ，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用， <b>发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能</b> 。加强预期管理，坚持底线思维， <b>做好跨境资金流动的监测分析和风险防范，必要时对市场顺周期、单边行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险</b> ，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	
防风险	切实防范化解重点领域金融风险，指导金融机构积极稳妥支持地方债务风险化解，守住不发生系统性金融风险的底线。	切实防范化解重点领域金融风险， <b>统筹协调金融支持地方债务风险化解工作，稳步推进中小金融机构改革化险</b> ，守住不发生系统性金融风险的底线。	
专栏	1、提高利率政策协同性 支持经济回升向好 2、盘活存量资金 提高资金使用效率 3、积极主动加强货币政策与财政政策协同 4、持续强化金融赋能 助力民营经济恢复发展	1、合理看待我国商业银行利润水平 2、金融支持宏观经济回升向好 3、结构性货币政策持续支持重点领域和薄弱环节 4、人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定	

数据来源:央行, 信达证券研发中心

## 风险因素

---

国际政治形势超预期，美联储加息超预期



## 研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

王誓贤，信达证券宏观研究助理。澳大利亚国立大学经济学硕士，南开大学经济学学士。2022年2月加入信达证券研究开发中心，侧重于研究地方债和财政政策。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 : 沪深300指数(以下简称基准); 时间段: 报告发布之日起6个月内。	<b>买入:</b> 股价相对强于基准 20% 以上;	<b>看好:</b> 行业指数超越基准;
	<b>增持:</b> 股价相对强于基准 5%~20%;	<b>中性:</b> 行业指数与基准基本持平;
	<b>持有:</b> 股价相对基准波动在±5% 之间;	<b>看淡:</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出:</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。