

宏观经济专题研究

中美日三国 M2 统计口径比较研究

核心观点

货币供应量统计的基本原则。（1）现行国际统计规则当中，货币被当成一种具备较高流动性的金融资产，潜在货币“候选者”较为繁杂；（2）统计货币供应量时，货币类金融资产根据其“流动性”逐层定义，确定各层次之间的范围。由于经济学家中流派多，加之国情不同，货币层次的划分在国际上没有统一结论，目前大多数国家都划分到 M2，有些金融工具发达的国家甚至将货币层次增加到 M7，扩大了货币的外延；（3）在部门方面，现行国际统计规则中，一般不包括中央政府和存款类金融机构所持有的货币资产。

中国 M2 统计口径与美国、日本等均存在较大差异。（1）从科目层面看，中国定期存款未进行规模限制，而美国 M2 则仅统计小额（10 万美元以下）定期存款；中国统计了非存款类机构持有的货币基金，美国仅统计零售货币基金，日本未纳入货币基金统计；中国纳入了保证金，美国和日本均未纳入 M2 统计范围；（2）从部门看，中国在 M2 货币供应量统计当中纳入了非存款类金融机构而没有纳入地方政府，美国则同时纳入了非银行金融机构和地方政府，日本在货币供应量统计当中纳入了地方政府而没有纳入非存款类金融机构，同时日本还对货币发行方进行了额外限制；（3）总体来看，与美国相比，由于定期存款在 M2 当中占比较大，中国 M2 统计口径则明显更宽，与日本相比，尽管二者均未对定期存款科目上进行额外限制，但由于日本 M2 货币发行方口径要小得多，也使得中国 M2 统计口径比日本要更宽。

理性看待中国 M2 规模。（1）从统计口径看，由于中美对 M2 统计口径差异，中国 M2 涵盖范围要比美国 M2 大得多，简单转化为可比口径，保守估计中国 M2 将下降至 211.5 万亿，较目前 304.8 万亿的规模至少要减少 1/3，调整后 M2 与美国 M2 的比例关系大致稳定在 1.2 左右，较官方 M2 与美国 M2 之间 1.8-2 倍左右关系大大下降；（2）从金融体系和信用派生过程差异上看，中国信用形成更加依赖于银行信贷，美国则偏重于债券市场，中国银行信贷占信用规模的比重在 62.8%，尽管多年来持续下降，但仍然显著高于美国当前 19.5% 的水平。在同样形成信用的情况下，由于这种差异，使得中国 M2 规模上升更为明显；（3）各国金融体系的形成牵扯到经济结构、体制机制、法律体系乃至社会文化等方面，现有关于金融结构的研究表明，不同金融制度安排往往各有所长。在当前环境下，更需要我们理性看待中国 M2 规模膨胀。

风险提示：政策调整滞后，经济增速下滑。

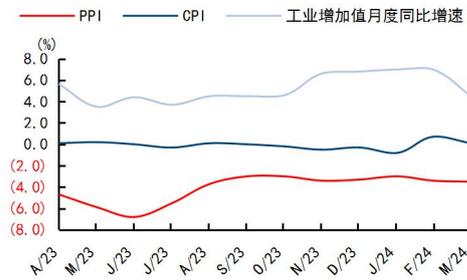
经济研究 · 宏观专题

证券分析师：邵兴宇 **证券分析师：董德志**
 010-88005483 021-60933158
 shaoxingyu@guosen.com.cn ddongdz@guosen.com.cn
 S0980523070001 S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	4.50
社零总额当月同比	3.10
出口当月同比	-7.50
M2	8.30

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

- 《如何理解新质生产力》——2024-04-18
- 《宏观经济专题研究-供需框架看利率——资金供给曲线与融资需求曲线》——2024-04-11
- 《宏观经济专题：中国如何走出消费需求不足的困境？》——2024-04-03
- 《利率“平坦化”能否持续？》——2024-03-21
- 《宏观经济专题研究-风险补贴利率研究》——2024-03-12

内容目录

货币供应量统计的基本原则	4
中美日货币供应量统计的比较	5
1、科目层面	5
2、部门层面	7
3、小结	8
理性看待中国 M2 规模	9
1、统计口径差异估算	9
2、金融体系结构差异	11
风险提示	13

图表目录

图1: 中国 M2 统计涵盖范围	5
图2: 由于部门发行方分层问题, 日本 M2 并不完全涵盖 M1	8
图3: 中美日三国货币供应量 (M2) 主要科目异同总结	9
图4: 美国小额定期贷款占全部定期贷款比重	10
图5: 中国住户、非金融企业和非银行金融机构占比	10
图6: 调整后 M2 占官方 M2 比重	11
图7: 中国调整前后 M2 与美国对比 (以美元计价)	11
图8: M2 占信用规模不同	12
图9: 中国贷款和债券规模变化	12
图10: 美国贷款和债券规模变化	12

货币供应量统计的基本原则

国际货币基金组织发布的《货币与金融统计手册》为构建货币统计口径提供了总体指导方针。MFSM 强调，在构建货币统计口径时，估计大范围金融资产的货币性程度是非常必要的，而且要把焦点集中在每一种金融资产所提供的流动性和储藏价值的程度上。流动性被定义为“金融资产在多大程度上能够在短时间内以全部或接近市场的价值出售”。基于这些准则，MFSM 讨论了能够包含在广义货币中的大范围的金融资产。这些货币“候选者”包括本币现钞、可转让存款、期限存款、储蓄存款、外汇存款、存贷款协会发行的股份或其他存款、房屋互助协会、信用联盟、回购协议、货币市场共同基金股份、大额可转让定期存单和短、中期（期限不超过两年）证券，还包括那些可以在合理的时间延迟下转换为现金或可转让存款以及在到期日前能以全部价值交易的那些金融资产。

MFSM 通过货币的概念定义了“潜在货币候选者的边界”，使得货币的理论定义得到更新并且正规化。尽管如此，MFSM 还是没有为货币所包含的内容划定一个确定性的资产列表。

统计货币供应量时，货币类金融资产根据其“流动性”逐层定义，确定各层次之间的范围。由于经济学家中流派多，加之国情不同，货币层次的划分在国际上没有统一结论，目前大多数国家都划分到 M2，有些金融工具发达的国家甚至将货币层次增加到 M7，扩大了货币的外延。此外，在部门方面，现行国际统计规则中，一般不包括中央政府和存款类金融机构所持有的货币资产。

特别注意的是，目前来看，各国统计实践当中基于流动性水平，对货币进行了层次划分，个别国家甚至划分到了 M7。但本文主要将目光聚焦在常用统计数据层面，国内受到较多关注的是 M1 和 M2 统计数据，而海外如美国等国家也已经停止对外汇报 M3 及以上级别统计数据。此外，目前在中国、美国、日本三国实践中，仅有中国有 M0 层次统计数据，美国日本货币统计均从 M1 开始。因此，我们着重讨论相关国家这两个指标的区别，对其他货币层次不做过多探讨。

现行中国 M0、M1、M2 统计划分为：

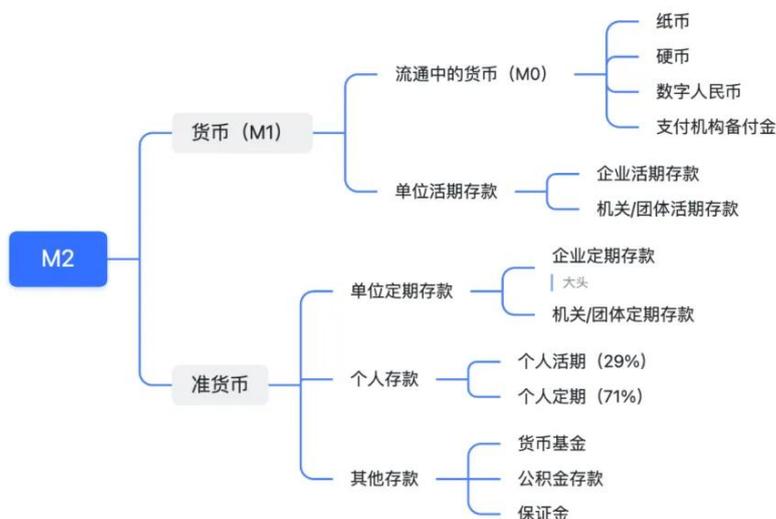
M0=流通中的现金

M1=M0+企事业单位活期存款+信用卡类存款（个人持有）

M2=M1+单位定期存款+个人存款+其他存款

大体上，中国货币供应量统计层次可以参加图 1。

图1：中国 M2 统计涵盖范围



资料来源：《M2 到底是什么，它是如何统计的？详解货币供应三兄弟：M0, M1, M2》，国信证券经济研究所整理

按照美联储 H6 统计规则，美国现行货币供应量统计计划分为：

$M1 = \text{国财政部、联邦储备银行和存款机构金库以外的货币} + \text{商业银行的活期存款} + \text{其他支票存款} + \text{储蓄存款}$

$M2 = M1 + (\text{小额定期存款} - \text{IRA 账户} - \text{Keogh 余额}) + (\text{零售货币市场基金} - \text{MMF 的 IRA 账户} - \text{MMF 的 Keogh 余额})$

按照日本货币统计指引，日本现行货币供应量统计计划分为：

$M1 = \text{流通中的货币} + \text{存放在存款机构的存款货币 (Deposit money)}$

$M2 = \text{流通货币} + \text{存于境内持牌银行等的存款 (Deposits)}$

其中存款货币=活期存款(活期存款、普通存款、储蓄存款、通知存款、特殊存款和纳税存款)-金融机构持有的支票和票据

存款=定期存款、准货币(定期存款、定期储蓄、零存整取、外币存款)、存单(CDs)

中美日货币供应量统计的比较

按照杜金富(2018)相关表述，货币与金融统计是依据国民经济决定的金融运行过程而建立的，是对金融运行的描述系统。这个系统首要任务是回答两个问题：1、金融交易的主体(买卖者是谁?) 2、金融交易的对象(买卖的是什么?)。如果使用资产负债表的视角来看待上述问题，那么关于货币统计边界的两大任务实际上对应了资产负债表的两个维度，即统计科目(金融交易对象)和部门(交易对象)。我们就从这两个维度出发，对中国、美国、日本三个国家货币统计的异同进行比较。

1、科目层面

关于科目层面，关注的焦点首先在于个人活期存款处理的不同，其次货币基金、

证券保证金等两个科目处理也有所不同。

(1) 个人活期存款处理不同：只有中国放入 M2，其余放入 M1

这一点是中国与美国、日本及现有国际通行规则存在较大不同的一点。在中国货币供应量统计当中，除少量个人信用卡存款外，个人活期存款被划入 M2 统计当中，而美国和日本统计实践当中均将个人活期存款作为活期存款的一部分纳入到 M1 当中。

中国个人活期存款的处理问题属于早期历史遗留问题。1994 年我国刚刚开始进行货币供应量统计时，我国银行业的电子技术水平相对较低，全国银行卡的发行量和 POS 机设备相对有限，居民使用银行卡进行交易的规模也相对较小。绝大多数居民活期存款必须先是在银行提取现金后才能进行支付。在这样的流通环境中，将储蓄存款和定期存款统计为准货币（M2-M1）是符合流通性定义标准的。目前，我国 M1 仅包括个人的信用卡存款，量也很少，其他个人银行账户类型中的活期存款仍不计入 M1。关于这一点，详细内容可以参考王剑¹（2023）。

(2) 货币基金：中国包括在 M2、日本不统计、美国部分包括在 M2

对于中国来讲，2018 年，央行完善货币供应量中货币市场基金部分的统计方法，用非存款机构部门持有的货币市场基金取代货币市场基金存款（含存单）。此举将货币基金视作货币，以适应宝宝类产品可以用于支付的新形势。由此来看，目前中国 M2 统计当中包含了货币基金。

对于美国，按照美国 H6 统计规则，包括了零售货币基金（retail money market funds）。

日本在其货币统计指引当中明确表明日本 M1 和 M2 统计范围均不包括货币基金。

(3) 保证金：只有中国纳入 M2 统计

这一点也是货币供应量统计当中比较具有中国特色的一点，在美国和日本的实践当中，这部分均未被划入到货币供应量统计，在中国保证金则被纳入到 M2 统计当中。这一点在早期统计当中也引发了较多争论，具体内容可参考谢平²（2001）。

(4) 外币存款：日本纳入，中国美国均未纳入

中国外币存款问题也是一笔公账。在中国央行 1994 年刚刚开始进行货币供应量统计时，外币存款曾经被列入 M2 统计项目当中，但在随后统计实践中外币存款又被删除。这主要是考虑到两点，一是中国当时外币存款规模有限，二是在强制结售汇制度安排下，外汇在中国的流动性实际上受到很大限制。

(5) 其他科目区别

除上述内容外，中国、美国和日本在货币统计实践当中还存在一些较为细碎的不同：

- ① 美国对定期存款的认定标准较其余两国更加苛刻，仅纳入小额定期存款，其中小额的限定标准为 10 万美元以内；
- ② 中国 M2 统计当中纳入了住房公积金，这属于中国自身社会福利制度下的特色产物，在其余国家中不存在该科目；中国 M1 统计当中纳入了数字货

¹ 王剑：宜适时调整 M1 统计口径

² 谢平，程建胜。“股民保证金”与“外汇存款”是否应计入货币供应量 [J]. 经济导刊, 2001, (02): 9-15.

币，在目前也属于中国特有；

- ③ 美国货币供应量统计 M1 当中纳入了支票，这是美国在历史上形成的支付习惯所带来的现实影响，具有一定美国特色，中国及日本均将支票存款作为活期存款的一部分，没有单独处理；除此之外，美国储蓄存款当中计入了货币市场存款账户（Money Market Deposit Accounts, MMDAs），这一部分是早期美国货币市场基金刚刚开始开展业务时期，商业银行为与货币市场基金相竞争，而获得授权开展的业务，目前 MMDAs 一并被纳入到美国 M1 统计当中；在计算小额定期存款和零售货币基金时候，美国计算方法均要求扣减个人退休账户（IRA）和自我就业退休计划（Keogh）余额，这也属于美国自身福利制度的产物。
- ④ 日本在 M2 统计当中纳入了 CDs，中美则均未纳入。当然，中国、美国均未单独处理货币基金当中投资持有的 CDs，因此，如果中美纳入 CDs，则可能面临货币基金所购买的 CDs 资产被统计了两次的问题，还需要进行额外处理。在中美均统计了货币基金的情况下，再单独处理 CDs 可能会比较复杂。

2、部门层面

（1）货币的持有方（资产方）

关于货币持有方，各方主要不同集中在于非银机构持有货币和地方政府持有货币两个方面。

中国在货币供应量统计当中纳入了非存款类金融机构而没有纳入地方政府。按照央行官网给出的解读³，中国自 2011 年 10 月起，将纳入了非存款类金融机构在存款类金融机构的存款。而按照盛松成（2015），中国货币供应量统计当中没有纳入地方政府。

日本在货币供应量统计当中纳入了地方政府而没有纳入非存款类金融机构。按照日本货币统计指引在货币持有方（Money Holders）一节给出的说明，在日本，货币持有方被定义为“非金融企业、个人和包括市政企业在内的地方政府”。中央政府、中央银行、存款机构、保险公司、银行和保险公司控股公司、政府附属金融机构、证券公司、银行贷款公司等实体被排除在货币持有人之外。非本国居民持有的日元也被排除在货币持有人之外。

按照美国 H6 统计规则和日本货币统计指引附录当中所给出的情况，美国货币供应量当中同时包括了非存款类金融机构和地方政府所持有的货币资产。按照盛松成（2015）《中央银行与货币供给》所作出的表述，美国统计当中纳入了地方政府持有的货币资产。

（2）货币的发行方（负债方）

负债方区别主要发生在日本货币供应量统计当中，尤为复杂繁琐。

日本将存款性金融机构进一步划分为了两大类，第一类称为国内持牌银行（Domestically licensed banks），包括：国内持牌银行（不包括日本邮政银行）、在日外资银行、新金银行、新金中央银行、农林中金银行和 Shoko 中金银行，第

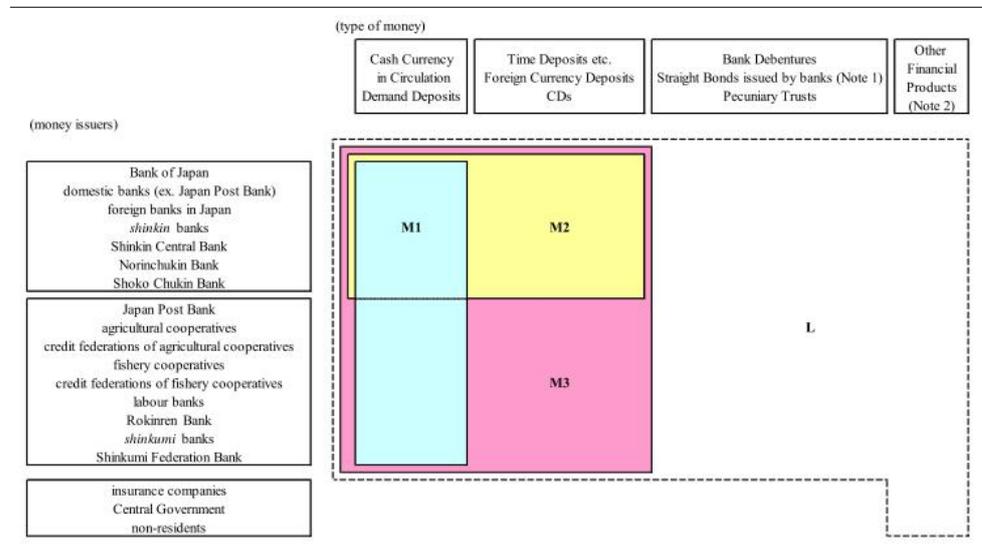
³ 中国人民银行有关方面负责人关于广义货币供应量（M2）数据的说明：
<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2855487/index.html>

二类称为存款类机构 (Depository institutions)，包括日本邮政银行、新海银行、新海联合银行、劳工银行、Rokinren 银行、农业合作社、农业合作社的县信贷联合会、渔业合作社和渔业合作社的县信贷联合会。

由于部门的问题，日本 M1 并非全部包括在 M2 当中，例如日本邮政银行持有的现金通货和活期存款尽管被纳入到了 M1 统计当中，但并不被纳入 M2 统计。在这种统计规则下，极端假设下日本是可能出现 M1 大于 M2 的情况的。

特别需要注意的是，尽管中国存在国开行、进出口行和农发行三大政策性银行，且这三大银行也同样可以吸收对公存款，但参照中国人民银行 2003 年相关公告⁴，三大政策性银行与其他商业银行一并被放入到其他存款性机构当中，并未特殊对待，也就是说，对中国货币供应量统计而言，并不存在类似日本这种货币负债方的分类问题。

图2: 由于部门发行方分层问题，日本 M2 并不完全涵盖 M1



资料来源：日本货币统计指引 1-10，国信证券经济研究所整理

3、小结

总结来看，如果我们姑且忽略掉诸如中国数字货币、住房公积金和证券保证金、美国支票存款和 IRA、Keogh 账户、日本 CDs 等细项科目以及日本极具特色的货币发行方统计安排，仅从货币持有方即资产方和大的科目来进行比较，则三国货币统计异同可以大致总结为图 3 所示。

⁴ 关于向社会征求对《关于修订中国货币供应量统计方案的研究报告》意见的公告：
<http://www.pbc.gov.cn/tiaofasi/144941/144979/2875407/index.html>

图3：中美日三国货币供应量（M2）主要科目异同总结

科目	科目			部门		
	中国	美国	日本	中国	美国	日本
现金	✓	✓	✓	个人	✓	✓
活期存款	✓	✓	✓	非金融企业	✓	✓
定期存款	✓	仅包括小额	✓	非存款类金融机构	✓	✗
货币基金	✓	仅包括零售	✗	地方政府	✗	✓
外币存款	✗	✗	✓	其他部门（中央政府、存款类金融机构、国外部门）	✗	✗

资料来源：国信证券经济研究所整理

整体上看，由于中国在 M1 统计当中剔除了个人活期存款部分，而截止到今年 3 月份，住户部门活期存款规模 40.39 万亿元，M1 规模则为 68.58 万亿元，显然少计个人活期存款导致 M1 口径明显缩水。

与此同时，中国 M2 统计口径则明显较日美更宽。在科目层面，以中国为基准看，美国对定期存款和货币基金进行了额外限制，日本则未纳入货币基金，在部门层面，日本对货币发行方进行了额外限制，这在中国也是不存在的。

理性看待中国 M2 规模

近期中国 M2 规模膨胀引发了一些舆论关注，我们认为，应当理性看待中国 M2 超过 300 万亿，统计口径差异和金融结构差异共同造成中国 M2 偏高的现状。

1、统计口径差异估算

以美国为基准看，中国 M2 统计与美国的主要差异包括：中国定期存款未进行金额限制口径更宽；中国纳入了非金融企业和非银行金融企业持有的货币基金；中国纳入公积金和保证金。

下面我们对上述内容尝试进行调整以粗略估计美国统计口径下的中国 M2。

对目前国内定期存款单笔金额分布，可资参考的统计材料并不多。出于简单估计的目的，我们只能粗略假定住户部门全部为小额定期存款，非金融企业定期存款和非银行金融机构定期存款全部为大额定期存款。

在可见统计材料中，中国人民银行公布的信贷收支表将定期存款与其他存款进行了合并，其中其他存款又包括了公积金、货币基金和保证金。

那么，基于可得统计材料，我们可以简答匡算当前美国口径下中国 M2 规模：

$$\text{调整后 M2} = \text{现有 M2} - \text{非金融企业部门定期及其他存款} - \text{非银行金融机构存款} - \text{公积金存款}$$

这样，货币基金的机构持有部门随着非金融企业部门其他存款和非银行金融机构存款被一并减出，同时保证金存款一般开立非银行金融机构，也随非银行金融

机构存款被减出。

按照金融机构本外币信贷收支表公布数据，截止至 2024 年 3 月，住户部门定期及其他存款规模 105.7 万亿元，非金融企业部门定期及其他存款 55.7 万亿元，非银行金融机构存款 27.6 万亿元。同时，按照住建部、财政部、中国人民银行等联合公布的《全国住房公积金 2022 年年度报告》至 2022 年末缴存余额 9.25 万亿元。考虑到公积金存款正常增长，我们不妨假定当前公积金存款规模为 10 万亿。

这样，当前调整后 M2 规模应为：

$$\text{调整后 M2} = 304.8 \text{ 万亿} - 55.7 \text{ 万亿} - 27.6 \text{ 万亿} - 10 \text{ 万亿} = 211.5 \text{ 万亿}$$

需要特别注意的是，尽管我们在现有 M2 统计的基础上直接减去了非金融企业定期和其他存款、非银行金融机构存款两个项目，但仍然可能高估了中国 M2 规模，原因在于，中国住户部门持有的定期存款当中可能仍存在大量规模在 10 万元以上的账户。

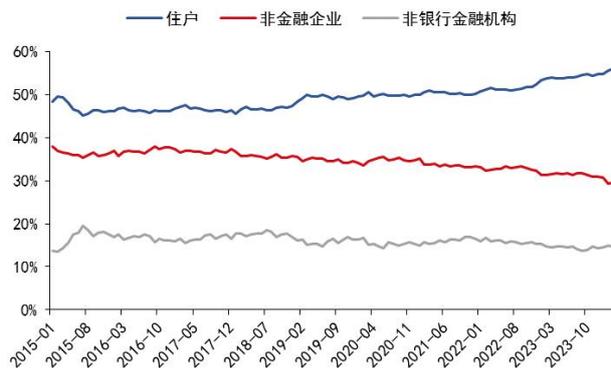
实际上，如果我们以美国的情况做个比较，结合美国 H6 统计账户和 H8 统计账户，美国小额定期存款在全部定期存款当中的占比在过去 10 年中大致处于 20% 左右。对于中国，住户部门定期和其他存款的规模要显著大于非金融企业和非银行金融机构的定期和其他存款总和。也就是说，211.5 万亿元很可能仍是一个存在一定高估的结果。

图4：美国小额定期贷款占全部定期贷款比重



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

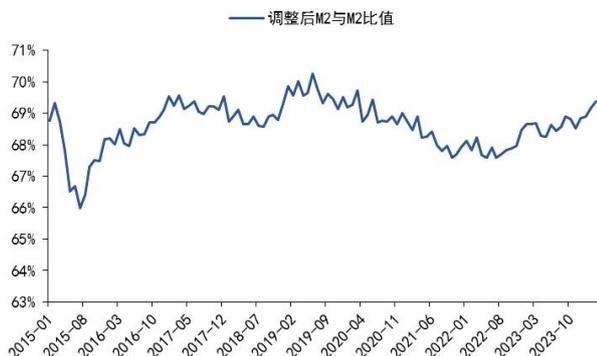
图5：中国住户、非金融企业和非银行金融机构占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

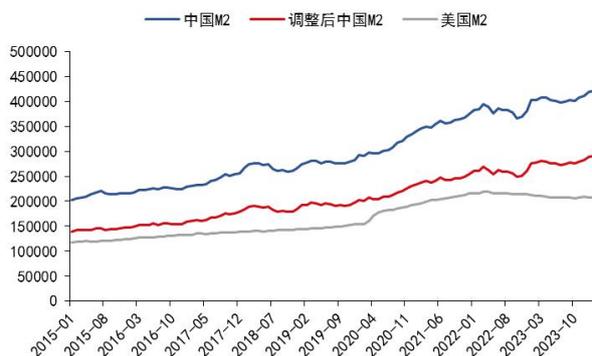
基于上述简单测算过程，我们也可以得到 2015 年至今调整后中国 M2 月度时间序列统计数据。从对比来看，（1）从调整前后对比看，调整后 M2 与官方 M2 之间的比重关系大致保持稳定，调整后 M2 占官方 M2 的比重大致稳定在 66.0%–70.2% 区间，波动幅度并不大；（2）从与美国的对比关系来看，调整后 M2 与美国 M2 的比重关系大幅下降，调整后 M2 与美国 M2 的比例关系大致稳定在 1.2 左右，较官方 M2 与美国 M2 之间 1.8–2 倍左右关系大大下降。

图6: 调整后 M2 占官方 M2 比重



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 中国调整前后 M2 与美国对比 (以美元计价)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2、金融体系结构差异

我们可以从信用派生过程角度来理解中美金融体系结构差异对 M2 规模的影响。

信用总量其实就债务总量, BIS 将一个经济体的信用总量 (Total Credit) 定义为非金融部门获得的所有银行贷款和金融市场债务证券融资的总和。横向比较看, 至 2023 年 Q3, 中国官方 M2 占信用规模的 74.8%, 显著高于美国 30.3% 的水平。动态趋势上看, 中国 M2 占信用规模的比重在 2006 年左右达到峰值, 此后进入下行趋势当中, 这应当是中国债券市场容量上升和中国金融结构变化在 M2 层面的反映。

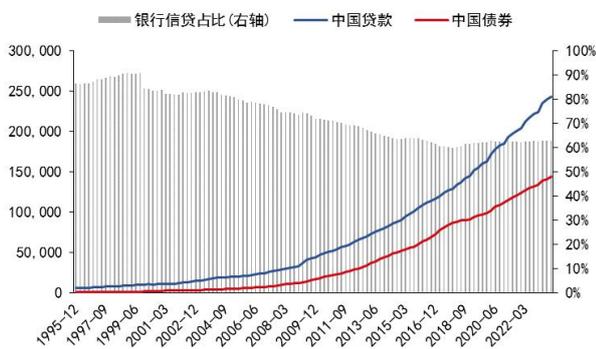
中国 M2 占信用规模比重更高的原因在于信用派生过程不同。从信贷派生过程来看, 贷款派生存款, 则贷款的规模与存款直接相关。众所周知的事实是, 中国金融体系是典型的银行主导型, 信用派生过程以银行信贷发放为主, 更容易形成存款。与之相对应, 美国金融体系则是市场主导型的标准范本, 信用派生过程更多依赖于债券市场等直接融资手段。也就是说, 在同样形成信用的情况下, 由于中国更多侧重于银行信贷, 使得 M2 规模上升更为明显。这种差异反映在两国信用总量的具体结构层面, 以 BIS 公布统计数据为准, 则中国银行信贷占信用规模的比重在 62.8%, 尽管多年来持续下降, 但仍然显著高于美国当前 19.5% 的水平。

图8: M2 占信用规模不同



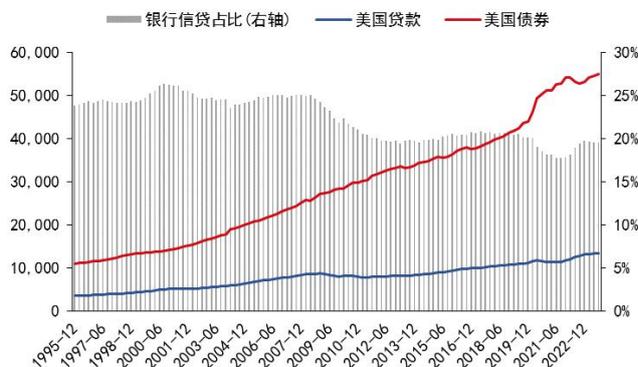
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 中国贷款和债券规模变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 美国贷款和债券规模变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

总结来看,统计口径和金融体系差异两方面共同因素导致中国 M2 偏高。从统计口径看,由于中美对 M2 统计口径差异,中国 M2 涵盖范围要比美国 M2 大得多,简单转化为可比口径,则中国 M2 将下降至少 1/3。从金融体系和信用派生过程差异上看,中国信用形成更加依赖于银行信贷,美国则偏重于债券市场,在同样形成信用的情况下,由于这种差异,使得中国 M2 规模上升更为明显。金融史的经验告诉我们,各国金融体系的形成牵扯到经济结构、体制机制、法律体系乃至社会文化等等方面,现有关于金融结构的研究表明,不同金融制度安排往往各有所长。在当前环境下,更需要我们理性看待中国 M2 规模膨胀。

风险提示

历史数据缺失，经济增速下滑。

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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