



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《通胀弱回升，有效需求有待进一步释放》 - 2024.05.12

宏观研究

货币供应量不少，利率期限结构有待修复

● 核心观点

(1) 与央行 2023 年四季度货币政策执行报告相比，本次报告对经济形势研判相对中性，外部环境不确定性有所抬升，但风险整体相对可控。

(2) 货币政策总基调：“当前货币存量已经不少了”，“不是货币供给不够”，稳健货币政策或向高质量发展倾斜，重点是盘活存量资产，放开货币总闸门概率较低。

在短期稳增长目标压力不大的背景下，货币政策重点或会向高质量发展适度倾斜，稳健的货币政策仍会保持连续性、稳定性，但重点或侧重于盘活存量资产，而非增大刺激力度，放开货币总闸门和大放水的概率较低。

(3) 谨慎看待降息。对金融市场而言，降息或仅是为了平滑短期内长期国债收益率快速大幅上涨；对实体经济来说，结构性降息更有可能。

4月以来，央行三次发声，强调关注长端利率风险，本次报告中通过专栏“专栏4 如何看待当前长期国债收益率”，主因仍是长期国债利率与经济基本面短期内有所背离，债券期限结构偏离宏观基本面。随着特别国债和专项债发行加快，若短期内长期国债收益率快速大幅上行，央行或通过适度降息，平滑长期国债收益率上行速度，避免短期内长期国债收益率过快上升冲击金融市场。若短期内长期国债收益率并未快速大幅上行，仅是温和上涨，央行降息必要性有所下降，且降息反而会增大人民币汇率贬值压力。若降息仅是为了打压短期利率，意图抬升国债收益率曲线陡峭程度，政策意图或并不一定能实现，因为降息会同时压低短端和长端国债收益率，同时亦会增大人民币汇率贬值压力。另外，基于实体经济调结构考虑，央行亦有可能采取非

对称性叠加专项降息的组合。

(4) 消化存量房产是延续中央政治局会议提法，目前央行并未展现出“放水”配合的意图。

本次报告再提“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，促进房地产市场平稳健康发展”，是延续4月中央政治局会议提法，但与以往不同的是，目前对于房地产的需求端，仍未释放出较为明确的类似“棚改”的抓手。若将政府收购看作“棚改”，则需看到政府大规模发债的许可与意图。因此，在没有对等抓手的提出下，期待央行另辟蹊径的超常规货币政策配合，仍不现实。而不难发现的是，无论是2015年，还是2021年，房地产的需求端大幅回升，均离不开货币政策开闸配合。若央行不放开货币总闸门予以配合，当前各个城市仅是通过取消限购或进一步优化限购政策，而不再考虑城市间存在“虹吸效应”，以消化存量房地产，短期房地产市场快速大幅回暖的概率较低，亦会存在城市间分化，结果即重托底，非刺激。

● **风险提示：**

中美贸易摩擦超预期加剧；美国商业银行危机超预期演变；海外地缘政治冲突加剧。

目录

1 经济形势研判：中性，外部环境不确定性有所提高	5
2 货币政策总基调：“当前货币存量已经不少了”，“不是货币供给不够”，稳健货币政策或向高质量发展倾斜，重点是盘活存量资产，放开货币总闸门概率较低	5
3 谨慎看待降息，对金融市场而言，降息或仅是为了平滑短期内长期国债收益率快速大幅上涨；对实体经济来说，结构性降息更有可能	7
4 消化存量房产或延续中央政治局会议提法，目前央行并未展现出“放水”配合的意图	8
风险提示	9

图表目录

图表 1： 2024 年一季度中国货币政策执行报告与 2023 年四季度中国货币政策执行报告核心要点对比 . 9

1 经济形势研判：中性，外部环境不确定性有所提高

与央行 2023 年四季度货币政策执行报告相比，本次报告对经济形势研判相对中性，外部环境不确定性有所抬升，报告中新增“经济全球化面临考验”“发达经济体高通胀粘性较强、降息时点后移”。

我们理解，前者主要是因近期美国、欧盟与中国贸易摩擦有所升温，如欧盟对中国电动汽车发起反补贴调查，拜登政府亦宣布将对我国汽车采取一场“前所未有”的行动，根据 5 月 9 日路透社报道，美国总统拜登最快将于下周宣布针对中国包括电动汽车在内的战略部门征收新的关税，具体领域还将包括半导体和太阳能设备。此外，美方以所谓涉军、涉俄等为由，频繁将我国实体列入出口管制“实体清单”，5 月 10 日新增 37 家我国实体列入出口管制“实体清单”。后者或主要是指美国通胀保持高粘性，降息时点延后，后续若英国、欧洲央行、加拿大 6 月降息预期兑现，或仍会推升美元指数，引起全球金融市场震荡。

鉴于当前出口是我国经济增长的主要经济拉动力之一，外需不确定性增大，或对我国经济修复产生一定负向冲击。但我们认为，短期外部环境不确定性增大的影响相对有限，出口韧性仍在（详见报告《出口增速持平全年增速预期，短期出口韧性仍在》）。

2 货币政策总基调：“当前货币存量已经不少了”，“不是货币供给不够”，稳健货币政策或向高质量发展倾斜，重点是盘活存量资产，放开货币总闸门概率较低

在短期稳增长目标压力不大的背景下，货币政策重点或会向高质量发展适度倾斜，稳健的货币政策仍会保持连续性、稳定性，但重点或侧重于盘活存量资产，而非增大刺激力度，放开货币总闸门和大放水的概率较低。相较 2023 年四季度货币政策执行报告，本次报告在货币政策总基调方面淡化了对经济增长目标的描述，由“持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增

长”向“加大对实体经济支持力度，切实巩固和增强经济回升向好态势”转变。

我们理解：（1）实现全年经济增长压力有所放缓，短期稳增长压力不大。2024年一季度实现了良好开局，实际经济增长5.3%，好于预期，亦好于全年经济增长目标，这为实现全年经济增长预期目标打下了良好基础。4月中共中央政治局会议积极肯定了一季度经济。考虑年内出口增速韧性较强，一季度并未透支全年出口增长动能，未来出口同比增速有望维持在1.5-1.8%水平，仍将是拉动经济增长的主要拉动力之一（详见报告《出口增速持平全年增速预期，短期出口韧性仍在》）。二季度，出口韧性仍在，以旧换新、大规模设备更新改造政策持续推进落地，政策效果有望逐步显现，以及房地产融资协调机制推进等，内外需同频共振，拉动经济修复，预计二季度经济增速有望实现5.5%水平。三季度，由于专项债发行进度相对靠后，1万亿特别国债尚未正式发行，这为三季度经济增长预留了政策空间，预计5月和6月发行节奏将提速，对三季度经济增长形成有效支撑。若二季度出口增速并未透支全年出口动能，预计三季度经济增速有望实现5%水平。在以上基础上，四季度经济增速实现4.5%增速，则可实现全年经济增长预期目标。

（2）统筹考虑短期稳增长与长期高质量发展目标，短期实现稳增长目标压力不大，则货币政策或会适度向高质量发展倾斜，稳增长调结构并重推进，而过度宽松货币政策环境则不利于经济结构调整，短期放开货币政策总闸门概率较低，货币政策大放水概率不大，重点是盘活存量资产。

高质量发展背后是我国经济增长动能切换，从要素驱动、投资驱动向创新驱动转变，亦是我国经济结构调整过程，从高度依赖信贷资金的重工业向以创新为驱动的创新型、高科技企业转变，核心是资源配置再优化。若宽松货币政策过度宽松，不利于资金从低效率地区或行业（如产能过剩）退出，流向高效率地区或行业，抑制资源优化配置，进而不利于高质量发展推进。

当前我国货币供给量已经较为充足，本次报告在“专栏2：从存贷款结构分布看资金流向”中明确指出“当前货币存量已经不少了”，在“中国宏观经济金融展望中”亦明确指出“当前物价处于低位的根本原因在于实体经济需求不足、

供求失衡，而不是货币供给不够”。因此，短期放开货币政策总闸门的概率不高，重点是盘活存量资产，避免资金沉淀。

3 谨慎看待降息，对金融市场而言，降息或仅是为了平滑短期内长期国债收益率快速大幅上涨；对实体经济来说，结构性降息更有可能

4月以来，央行三次发声，强调关注长端利率风险，本次报告中通过专栏“专栏4 如何看待当前长期国债收益率”，主因仍是近期长期国债利率与经济基本面背离。报告强调了，我国经济长期向好的基本面没有改变，支撑长期国债收益率总体运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内，但市场缺乏安全资产，市场资产配置需求增加，导致长期国债收益率下行。

我们理解，（1）长期国债利率与经济基本面短期内有所背离，债券期限结构偏离宏观基本面。一是长端国债收益率持续回落，国债收益率曲线走平，不能匹配我国经济数据的复苏，易扭曲资产定价；二是我国长期国债利率持续下行，中美两国负利率差进一步扩大，会导致人民币汇率存在贬值压力；三是在“资产荒”背景下，金融机构追逐配置相对安全资产，同时受限于负债端成本压力，为追求收益与成本平衡，或加杠杆、拉长久期配置国债，这或提升资产负债表的脆弱性。如果基准利率快速反弹，容易导致金融机构资产负债表未实现损益增大。在央行相关负责人接受《金融时报》采访中，亦提及了美国硅谷银行案例。

（2）特别国债发行，或是央行调整利率期限结构的一种方式，同时预警央行的施政态度。目前因“资产荒”原因，长期国债收益率走低。若长期国债供给增加，则会引导长端利率回升。报告亦强调“今年财政政策的力度比较大，计划发行的政府债券规模也不小，发行节奏还会加快，债券市场供求有望进一步趋于均衡，长期国债收益率与未来经济向好的态势将更加匹配。”。特别国债和专项债发行节奏有望提速，如财政部5月13日召开超长期特别国债发行动员部署会议。因此，我们理解央行多次提及长期国债风险，亦或是进行利率期限结构的预期管理，避免冲击金融机构资产负债表。央行2023年四季度货币政策执行报告

中有提及“保障政府债券顺利发行，引导金融机构加强流动性风险管理”，亦体现了央行进行预期管理的意图。

(3) 谨慎看待降息，对金融市场而言，降息或仅是平滑短期长期国债收益率快速大幅上涨；对实体经济来说，结构性降息更有可能。随着特别国债和专项债发行节奏提速，长期国债收益率或将逐步回升，国债收益率曲线或将走陡，这与我国经济向好的态势将更加匹配，意味着央行降息干预的必要性有所下降。随着特别国债和专项债发行加快，若短期内长期国债收益率快速大幅上行，央行或通过适度降息，平滑长期国债收益率上行速度，避免短期过快上升冲击金融市场，此时因国债收益率快速上升，中美国债收益率负利率差收窄，降息反不会引起人民币汇率贬值压力。若短期内长期国债收益率并未快速大幅上行，仅是温和上涨，央行降息必要性有所下降，降息反而会增大人民币汇率贬值压力。若降息仅是为了打压短期利率，意图抬升国债收益率曲线陡峭程度，政策意图或并不一定能实现，因为降息会同时压低短端和长端国债收益率，同时亦会增大人民币汇率贬值压力。另外，基于实体经济调结构考虑，央行亦有可能采取非对称性叠加专项降息的组合。

4 消化存量房产或延续中央政治局会议提法，目前央行并未展现出“放水”配合的意图

参考历史，2015年中央经济工作会议提出“化解房地产库存”，2016年央行一季度货币政策执行报告亦提及“围绕去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务，转变信贷政策实施方式，提升信贷政策执行力和导向力”，虽然2016年央行仅降准一次，下调存款准备金率0.5个百分点，且未降息，但央行启动了配合棚改的PSL。而本次报告再提“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，促进房地产市场平稳健康发展”，同样是延续4月中央政治局会议提法，但本次不同的是，目前对于房地产的需求端，仍未释放出较为明确的类似“棚改”的抓手。若将政府收购看作“棚改”，则需看到政府大规模发债的许可与意图。因此，在没有对等抓手的提出下，期待央行另辟蹊径的超常规货币政策配合，仍不现实。而不难发现的是，无论是2015年，还是2021年，房地产的

需求端大幅回升，均离不开货币政策开闸配合。若央行不放开货币总闸门予以配合，当前各个城市仅是通过取消限购或进一步优化限购政策，而不再考虑城市间存在“虹吸效应”，以消化存量房地产，短期房地产市场快速大幅回暖的概率较低，亦会存在城市间分化，结果即重托底，非刺激。

图表 1：2024 年一季度中国货币政策执行报告与 2023 年四季度中国货币政策执行报告核心要点对比

分类	2023年Q4(2024年2月28日)	2024年Q1(2024年5月10日)
经济形势	经济持续回升向好也需要克服一些困难和挑战。从国际看，发达经济体本轮加息周期已结束，但高利率的滞后影响还将持续显现。2024年还是全球选举大年，世界政治经济形势的不确定性可能增大。从国内看，经济大循环也存在堵点，消费者信心指数和民间投资意愿仍处低位，需求不足与产能过剩的矛盾有所突出；制造业 PMI 连续 4 个月位于收缩区间，社会预期依然偏弱。对此，既要正视困难，又要增强信心和底气，我国经济长期向好的基本趋势没有改变，有利条件强于不利因素，要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，扎实推动高质量发展，在发展中解决问题。	我国经济发展也还存在一些挑战。从国际看，地缘冲突升温、大国博弈加剧背景下，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升，经济全球化面临考验，发达经济体高通胀粘性较强、降息时点后，影响仍需关注。从国内看，有效需求仍然不足，企业经营压力较大，重点领域风险隐患较多，国内大循环不够顺畅。对此，既要正视困难，又要增强信心和底气，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的基本趋势没有改变，有利条件强于不利因素，开局良好、回升向好是当前经济运行的基本特征和趋势，要坚持稳中求进、以进促稳，扎实推动高质量发展，在发展中解决问题。
货币政策基调	完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，加快建设金融强国，优化金融服务，坚定不移走中国特色金融发展之路，推动金融高质量发展。建设现代中央银行制度，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨，始终保持货币政策的稳健性，增强宏观政策取向一致性，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。合理把握信贷总量与结构，合理把握信贷节奏，合理把握信贷投向，合理把握信贷条件，合理把握信贷成本，合理把握信贷风险，合理把握信贷期限，合理把握信贷利率，合理把握信贷服务，合理把握信贷创新，合理把握信贷监管，合理把握信贷评价，合理把握信贷统计，合理把握信贷信息，合理把握信贷安全，合理把握信贷效率，合理把握信贷质量，合理把握信贷效益，合理把握信贷可持续性，合理把握信贷普惠性，合理把握信贷绿色性，合理把握信贷数字化，合理把握信贷智能化，合理把握信贷国际化，合理把握信贷全球化，合理把握信贷区域化，合理把握信贷专业化，合理把握信贷特色化，合理把握信贷差异化，合理把握信贷个性化，合理把握信贷定制化，合理把握信贷场景化，合理把握信贷生态化，合理把握信贷融合化，合理把握信贷协同化，合理把握信贷一体化，合理把握信贷标准化，合理把握信贷规范化，合理把握信贷法治化，合理把握信贷国际化，合理把握信贷全球化，合理把握信贷区域化，合理把握信贷专业化，合理把握信贷特色化，合理把握信贷差异化，合理把握信贷个性化，合理把握信贷定制化，合理把握信贷场景化，合理把握信贷生态化，合理把握信贷融合化，合理把握信贷协同化，合理把握信贷一体化，合理把握信贷标准化，合理把握信贷规范化，合理把握信贷法治化。	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚定不移走中国特色金融发展之路，加快建设金融强国，建设现代中央银行制度，着力推动高质量发展。保持货币政策的稳健性，增强宏观政策取向一致性，强化逆周期和跨周期调节，加大对实体经济支持力度，切实巩固和增强经济回升向好态势。稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。合理把握信贷总量与结构，合理把握信贷节奏，合理把握信贷投向，合理把握信贷条件，合理把握信贷成本，合理把握信贷风险，合理把握信贷期限，合理把握信贷利率，合理把握信贷服务，合理把握信贷创新，合理把握信贷监管，合理把握信贷评价，合理把握信贷统计，合理把握信贷信息，合理把握信贷安全，合理把握信贷效率，合理把握信贷质量，合理把握信贷效益，合理把握信贷可持续性，合理把握信贷普惠性，合理把握信贷绿色性，合理把握信贷数字化，合理把握信贷智能化，合理把握信贷国际化，合理把握信贷全球化，合理把握信贷区域化，合理把握信贷专业化，合理把握信贷特色化，合理把握信贷差异化，合理把握信贷个性化，合理把握信贷定制化，合理把握信贷场景化，合理把握信贷生态化，合理把握信贷融合化，合理把握信贷协同化，合理把握信贷一体化，合理把握信贷标准化，合理把握信贷规范化，合理把握信贷法治化。
总量货币政策	保持信贷和货币总量合理增长。按照大力发展直接融资的要求，合理把握信贷总量与结构，合理把握信贷节奏，合理把握信贷投向，合理把握信贷条件，合理把握信贷成本，合理把握信贷风险，合理把握信贷期限，合理把握信贷利率，合理把握信贷服务，合理把握信贷创新，合理把握信贷监管，合理把握信贷评价，合理把握信贷统计，合理把握信贷信息，合理把握信贷安全，合理把握信贷效率，合理把握信贷质量，合理把握信贷效益，合理把握信贷可持续性，合理把握信贷普惠性，合理把握信贷绿色性，合理把握信贷数字化，合理把握信贷智能化，合理把握信贷国际化，合理把握信贷全球化，合理把握信贷区域化，合理把握信贷专业化，合理把握信贷特色化，合理把握信贷差异化，合理把握信贷个性化，合理把握信贷定制化，合理把握信贷场景化，合理把握信贷生态化，合理把握信贷融合化，合理把握信贷协同化，合理把握信贷一体化，合理把握信贷标准化，合理把握信贷规范化，合理把握信贷法治化。	保持信贷和货币总量合理增长。合理把握信贷总量与结构，合理把握信贷节奏，合理把握信贷投向，合理把握信贷条件，合理把握信贷成本，合理把握信贷风险，合理把握信贷期限，合理把握信贷利率，合理把握信贷服务，合理把握信贷创新，合理把握信贷监管，合理把握信贷评价，合理把握信贷统计，合理把握信贷信息，合理把握信贷安全，合理把握信贷效率，合理把握信贷质量，合理把握信贷效益，合理把握信贷可持续性，合理把握信贷普惠性，合理把握信贷绿色性，合理把握信贷数字化，合理把握信贷智能化，合理把握信贷国际化，合理把握信贷全球化，合理把握信贷区域化，合理把握信贷专业化，合理把握信贷特色化，合理把握信贷差异化，合理把握信贷个性化，合理把握信贷定制化，合理把握信贷场景化，合理把握信贷生态化，合理把握信贷融合化，合理把握信贷协同化，合理把握信贷一体化，合理把握信贷标准化，合理把握信贷规范化，合理把握信贷法治化。
结构性货币政策	坚持“聚焦重点、合理适度、有进有退”，保持再贷款、再贴现政策稳定性，用好普惠小微贷款支持工具，实施好存续的各类专项再贷款工具，整合支持科技创新和数字经济领域的工具方案，继续加大对普惠小微、制造业、绿色发展、科技创新等重点领域和薄弱环节的支持。推动《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》落实落地，继续开展中小微企业金融服务能力提升工程，提高民营和中小微企业融资可得性和便利性。指导金融机构持续加大金融支持乡村振兴力度，更好满足涉农领域多样化融资需求。	坚持“聚焦重点、合理适度、有进有退”，保持再贷款、再贴现政策稳定性，用好普惠小微贷款支持工具，实施好存续的各类专项再贷款工具，推动科技创新和技术改造再贷款落地生效。持续做好支持民营经济发展的金融支持，推动畅通民营企业信贷、债券、股权融资渠道，开展民营和中小微企业信贷政策导向效果评估，金融机构服务乡村振兴考核评价，增加民营和中小微企业、乡村振兴等重点领域金融资源投入，落实好加大支持力度支持科技型企业发展行动方案，开展科技金融服务能力提升专项行动，鼓励开展金融适老化服务升级，提高养老金融普惠性，统筹推进对绿色发展和传统能源转型的金融支持，持续推动绿色债券市场高质量发展。
利率	深入推进利率市场化改革，畅通货币政策传导渠道。健全市场化利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系，引导市场利率围绕政策利率波动。落实存款利率市场化调整机制，着力稳定银行负债成本。发挥贷款市场报价利率改革效能，加强行业自律协调和管理，督促金融机构坚持风险定价原则，理顺贷款利率与债券收益率等市场利率的关系，维护市场竞争秩序，推动社会综合融资成本稳中有降。	深入推进利率市场化改革，畅通货币政策传导渠道。健全市场化利率形成和传导机制，发挥中央银行政策利率引导作用。落实存款利率市场化调整机制，防范高息揽储行为，维护市场竞争秩序，着力稳定银行负债成本。发挥贷款市场报价利率改革效能，加强行业自律协调和管理，督促金融机构坚持风险定价原则，理顺贷款利率与债券收益率等市场利率的关系，推动社会综合融资成本稳中有降。
通胀	物价有望温和回升。2023 年四季度以来，CPI 同比持续在负值区间运行，除了受猪肉等食品价格高基数影响，耐用品和服务价格涨幅偏弱，核心 CPI 同比由此前的 0.8% 降至 0.6%。通胀根本上取决于实体经济供需的平衡情况，目前物价水平低位背后反映的是经济有效需求不足、总供求恢复不到位。未来随着基数效应逐步减弱，商品和服务需求的持续恢复，预计物价总体呈温和回升态势。PPI 降幅预计也将持续收敛。中长期看，我国处于经济恢复和产业转型升级的关键期，供需条件有望持续改善，货币条件合理适度，居民预期稳定，不存在长期通缩或通胀的基础。	物价将保持温和回升态势。当前物价处于低位的主要原因在于实体经济需求不足、供求失衡，而不是货币供给不够。今年一季度，随着经济数据持续改善，物价指标也明显回弹，CPI 同比由负转正，预计年内还将继续温和回升，PPI 降幅也将收敛。中长期看，我国处于经济转型和产业升级的关键期，供需条件有望持续改善，货币条件合理适度，居民预期稳定，物价保持基本稳定有坚实基础。
房地产	因城施策精准实施差别化住房信贷政策，更好支持刚性和改善性住房需求，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。用好新增的抵押补充再贷款工具，加大对保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造的金融支持力度，推动加快构建房地产发展新模式。	因城施策精准实施差别化住房信贷政策，更好支持刚性和改善性住房需求，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，促进房地产市场平稳健康发展。强化保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设资金保障，推动加快构建房地产发展新模式。

资料来源：中国人民银行官网，中邮证券研究所

风险提示

中美贸易摩擦超预期加剧；美国商业银行危机超预期演变；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048