



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

## 历史数据不是简单的重复，社融温和回升可期

### ● 核心观点

(1) 4月，信贷和社融弱于预期和季节性，政府发债节奏靠后。

信贷数据低于预期和季节性，呈现季节性回落特点，结构亦未呈现亮点，票据融资是主要方式。居民信贷需求还不算强，新增居民贷款再次转负，主因有三：一是居民消费仍偏谨慎，通胀数据已有体现；二是房地产市场尚未明显回暖，居民按揭贷款仍未企稳；三是以旧换新政策配套细则逐步公布，短期或存在观望情绪，延迟消费。企业短期贷款和中长期贷款同步走弱，主因有四：一是今年专项债发行节奏相对靠后，专项债用作资本金来撬动社会资本的效果有所减弱；二是政策层面打击企业资金空转套利，导致部分贷款资金减少；三是金融业增加值核算方法优化，避免季度末“冲量”异常统计，一定程度上对存贷款产生了“瘦身”影响；四是4月、7月、10月本身就是放贷小月。

4月新增社融-1987亿元，明显低于预期，弱于季节性，新增未贴现银行承兑汇票和政府债券是主要拖累项。新增社融同比少增14236亿元，新增政府债券、新增未贴现银行承兑汇票、企业债券和新增信贷是主要拖累，同比分别少增5532亿元、3141亿元、2447亿元和1125亿元。

上一次新增信贷当月转负是在2005年10月，主要的政策背景是货币政策和财政政策逐步边际收紧，以控制固定资产投资规模的过快增长。反观当下，我国经济政策环境与2005年前后发生明显变化，政策环境并未明显收紧，甚至仍是维持相对边际宽松态势，外部环境不确定性有所增大。本质上两次新增社融当月转负情况不同，上次是对经济过热的预期修复，此次更多是全球需求不足，外加“挤水分”导致。

**(2) M1 和 M2 同比增速双双回落，M1 同比增速转负，M1 与 M2 负剪刀差有所走阔。**

M1 同比增速转负，直接体现为企业活期存款相较去年同期走低。背后可能原因：一是房地产销售持续走弱，房地产企业活期存款同比少增；二是停止银行手工补息，此前计入 M1 的协定存款转移减少，带来企业活期存款减少；三专项债用作资本金撬动作用减弱、金融业增加值核算方法优化，“挤水分”等，企业短期贷款走弱，制约了企业活期存款增加。M2 同比增速回落部分是因 M1 同比增速回落，另外一个重要原因是居民存款向理财转变。

**(3) 从当前信贷和社融数据看不出经济过热的现象，或因金融业增加值核算方法优化存在挤“水分”效应，避免短期冲存贷行为，我们认为不应以一个月数据作为悲观预期的依据。向后看，我们预计年内宽信用仍存在较强支撑，社融将温和回升。**

政府专项债和特别国债发行节奏节奏提速，以旧换新、大规模设备更新改造政策效果逐步显现，制造业投资增速有望进一步提升，居民观望情绪逐步消化，消费或有所回升，同时房地产调控政策进一步优化、降低汽车首付比例、以旧换新等促消费，支撑年内宽信用。

建议短期关注：一是基建投资回升的机会；二是地缘政治风险推升的必需品采购及航运；三是出口回升的半导体；四是新质生产力的数字、氢能、固态电池、卫星互联网等。

● **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 信贷需求低于预期和季节性，票据冲量特征明显 .....	5
1.1 居民信贷需求仍弱，有待持续修复 .....	5
1.2 企业融资需求增长较为乏力 .....	6
2 社融：新增社融转负，政府发债节奏靠后 .....	7
2.1 新增社融转负，明显弱于预期 .....	7
2.2 以史为鉴，复盘 2005 年 10 月新增社融转负 .....	8
3 M1 和 M2 增速双双回落，M1 再次转负 .....	12
4 展望：不以单月数据定调未来预期，社融增速有条件温和回升 .....	13
风险提示 .....	14

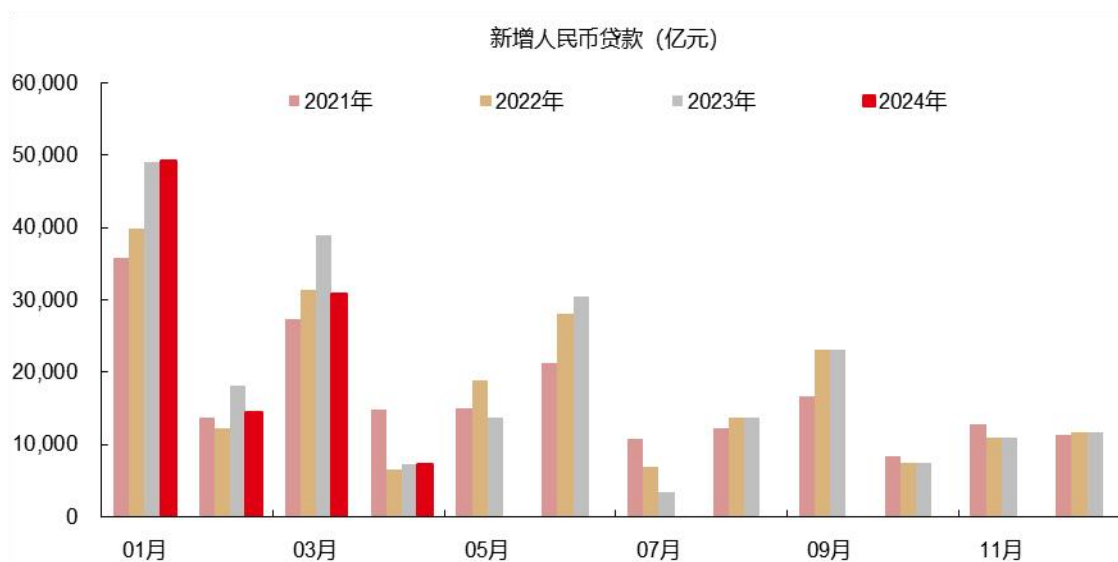
## 图表目录

图表 1: 4月新增人民币贷款.....	5
图表 2: 4月新增贷款及部分分项同比增减.....	7
图表 3: 4月社融同比增减.....	8
图表 4: 4月货币供应 (%) .....	13

## 1 信贷需求低于预期和季节性，票据冲量特征明显

4月信贷数据低于预期和季节性，呈现季节性回落特点，结构亦未呈现亮点，票据融资是主要方式，居民信贷需求转弱，新增居民贷款再次转负，企业短期贷款和中长期贷款同步走弱。4月新增信贷7300亿元，略低于预期，较wind一致预期值7432.9亿元低132.9亿元，弱于季节性，较近五年均值1.11万亿低3808.4亿元，同比多增112亿。其中，居民新增贷款-5166亿元，再次转负，同比少增2755亿元；企业中长期贷款4100亿元，同比少增2569亿元，企业短期贷款-4100亿元，同比少增3001亿元；票据融资新增8381亿元，同比多增7101亿元。

图表 1：4月新增人民币贷款



资料来源：Wind，中邮证券研究所

### 1.1 居民信贷需求仍弱，有待持续修复

4月居民新增贷款-5166亿元，再次转负，弱于季节性，较近五年均值2525.80亿元低7691.80亿元，连续三年4月居民新增贷款均为负增长，居民新增贷款同比少增2755亿元，居民融资需求还不算强，仍有待修复，这与通胀数据分析结论较为吻合。

居民新增短期贷款再次由正转负，弱于季节性，或指向居民消费偏谨慎。4月居民短期贷款新增-3518亿元，再次由正转负，较前值4908亿元回落8426亿元。

元，弱于季节性，较近五年均值水平 125.43 亿元低 3643.43 亿元，同比少增 2263 亿元，或指向当前居民消费偏谨慎。

**房地市场景气度仍未明显转暖，居民按揭贷款需求仍未企稳，同时消费品以旧换新政策配套细则逐步出台，居民亦或存在观望情绪，延迟消费等，居民新增中长期经营贷款负增长。**4 月居民中长期贷款新增-1666 亿元，较上月 4516 亿元回落 6182 亿元，低于季节性，较近五年均值 2400.46 亿元低 4066.46 亿元，新增居民中长期贷款同比少增 510 亿元。根据克尔瑞发布 4 月百强房企销售数据，百强房企 4 月单月权益销售金额 3121.7 亿元，同比增长-44.9%，降幅较上月有所收窄，但仍处于历史较低水平，销售表现延续低迷，因此居民按揭贷款仍较为低迷，同时房地产相关产业链如家具、家电销售亦会有所放缓。此外，4 月消费品以旧换新政策处于政策逐步落地期，居民或有观望情绪，汽车等商品购买或有所延后。

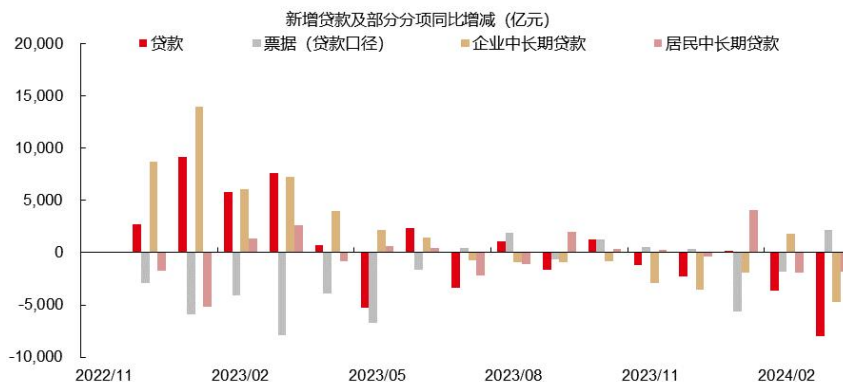
## 1.2 企业融资需求增长较为乏力

4 月企业新增贷款 8600 亿元，较前值回落 14800 亿元，好于季节性，较近五年同期均值 6641.80 亿元增加 1958.20 亿元，同比多增 1761 亿元，票据融资新增 8381 亿元，同比多增 7101 亿元。

从结构看，4 月企业中长期贷款 4100 亿元，弱于季节性表现，较近五年均值 4859.20 亿元低 759.20 亿元，同比少增 2569 亿元；企业短期贷款-4100 亿元，弱于季节性表现，较近五年均值-1334.60 亿元低 2765.40 亿元，同比少增 3001 亿元。从 4 月 PMI 释放信号来看，PMI 生产指数仍处于扩张区间，且边际有所改善，指向企业仍有谨慎扩产。从 4 月企业信贷数据来看，企业新增短期贷款和中长期贷款均有所放缓，弱于季节性，或有四方面原因：一是今年专项债发行节奏相对靠后，专项债用作资本金来撬动社会资本的效果有所减弱，进而企业贷款有所减弱。二是亦可能存在因政策层面打击企业资金空转套利，导致部分贷款资金减少，直接表现为贷款和存款同步减少。三是金融业增加值核算方法优化，避免季度末“冲量”异常统计，一定程度上对存贷款产生了“瘦身”影响。四是 4 月、7 月、10 月本身就是放贷小月。此外，央行一季度货币政策报告亦明确强调当前经济结构调整、转型升级在加快推进，信贷需求较前些年会出现“换挡”，即使

信贷增长比过去低一些，也足够支撑经济保持平稳增长，这亦是4月信贷放缓的一个解释。

图表 2：4 月新增贷款及部分分项同比增减



资料来源：Wind，中邮证券研究所

## 2 社融：新增社融转负，政府发债节奏靠后

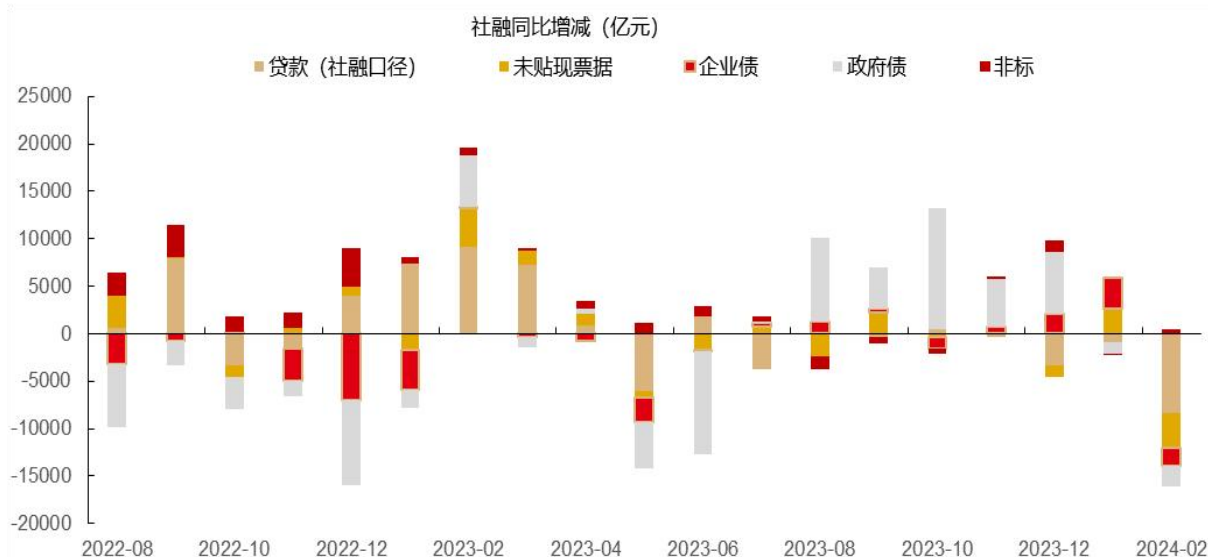
### 2.1 新增社融转负，明显弱于预期

4月新增社融-1987亿元，明显低于预期，较wind一致预期1.01万亿元低1.2万亿元，自2005年10月以来首次出现负增长，弱于季节性，较近五年均值1.76万亿元低1.96万亿元，新增未贴现银行承兑汇票和政府债券是主要拖累项。新增社融同比少增14236亿元，其中，新增信贷同比少增1125亿元，新增政府债券同比少增5532亿元，新增未贴现银行承兑汇票同比少增3141亿元，企业债券融资同比少增2447亿元，成为主要拖累项。

专项债发行仍相对缓慢，政府债券同比少增。4月新增政府债券融资-984亿元，自2018年11月以来首次由正转负，弱于季节性，较近五年均值3997.74亿元低4981.74亿元。我们再次强调，在双循环战略背景下，开年以来外需拉动效应相对明显，在一定程度上弥补了内需相对较弱的问题，缓解了稳增长政策拉动内需修复的紧迫性和必要性，为循序渐进推动内生动能修复提供了空间。短期来看，外需保持了持续韧性，同时2023年二季度存在低基数效应，经济增长压力并不大，前期以旧换新政策、大规模设备更新改造政策逐步落地生效，内外需同频共振拉动经济修复，二季度经济增速或保持较高韧性。专项债和特别国债靠后发力，为托底三季度和四季度经济增长预留了政策空间。4月末政治局会议指

出，“要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度，确保基层“三保”按时足额支出。”。预计5月和6月专项债和特别国债发行节奏或有望提速，在三季度和四季度形成实物工作量，托底经济增长。

图表 3：4 月社融同比增减



资料来源：Wind，中邮证券研究所

## 2.2 以史为鉴，复盘 2005 年 10 月新增社融转负

### 2.2.1 政策收紧背景下，2005 年 10 月新增社融转负

2005 年 10 月新增社融出现负增长，主要的政策背景是货币政策和财政政策逐步边际收紧，以控制固定资产投资规模的过快增长。1998 年亚洲金融危机、21 世纪初互联网泡沫破裂，对我国经济产生了严峻的冲击，外需对经济拉动走弱，经济增长动力有所乏力。为应对外部环境挑战，1998 年-2004 年我国加强宏观逆周期调控力度，实施积极财政政策和宽松货币政策。在宏观政策干预下，我国经济实现了持续快速增长。2004 年以后，稳增长压力放缓，转变经济增长方式、加快经济结构调整、推进协调发展、加快完善体制机制刻不容缓，财政政策和货币政策边际收紧，财政赤字和长期发展国债额度逐年降低，货币政策亦逐步提高存款准备金率，并不断上调金融机构存贷款基准利率。由于 1998-2007 年我国经济增长主要是外需拉动，得益于全球经济高景气度，我国外需保持了高景气度，



出口增速持续保持高位，对冲了政策的限制性影响，我国经济仍保持了较快高速增长，并未受紧缩性政策影响。

### **第一，1998年-2004年，财政货币双宽松，经济持续稳健修复。**

#### **(1) 为应对外部冲击，财政货币双宽松**

因1998年亚洲金融危机、21世纪初期互联网泡沫破裂影响，我国经济形势严峻，我国加强逆周期调控，1998年-2004年我国实施积极财政政策和扩张性货币政策。

1998年，财政政策通过发行长期建设国债方式，增大对经济支持力度。向四大国有银行发行1000亿元付息长期建设国债，同时向四大国有银行发行了2700亿元长期特别国债。货币政策边际宽松，改革金融机构存款准备金制度，法定存款准备金率由13%下调到8%，三次降低中央银行对金融机构存、贷款利率等。

1999年，增大财政政策支持力度，财政赤字规模为1797亿元，较上年增加817亿元，增长了87.19%，同时分两次发行了500亿元和600亿元长期建设国债，分别用于基础设施建设和固定资产投资。实施稳健的货币政策，下调金融机构存贷款利率和降低中央银行准备金存款利率，金融机构法定存款准备金率从8%下调至6%。

2000年，受全球互联网泡沫破裂的影响，加大财政政策支持力度，财政赤字规模2598.2亿元，较1999年增加了801.2亿元。继续实施稳健的货币政策，积极推进利率市场化，积极发展再贴现业务，再贴现余额较1999年增长1.5倍等。

2001年，继续实施积极的财政政策，带动投资和促进消费。财政赤字规模为2598亿元，持平2000年。继续实施稳健的货币政策，适当增加货币供应量，调整信贷结构。加大公开市场操作力度，现金净投放控制在1500亿元以内，上调再贴现利率，将再贴现利率由2.16%上调至2.97%，连续9次下调境内外存款利率，进一步加大信贷支农力度，新增对农村信用社再贷款312亿元，较上年增加150亿元等。

2002年，积极财政政策进一步加码，财政赤字规模3098亿元，较上年增加500亿元，保持国债投资的必要规模，发行1500亿元长期建设国债，较上年增

加 100 亿元，带动固定资产投资较快增长。继续实施稳健的货币政策，加大对金融机构的监管。实施了 1996 年以来的连续第八次降息，并在年初开始进行农村信用社利率市场化改革试点，贷款利率浮动幅度扩大到 100%，存款利率最高可上浮 50%；发展个人住房、助学贷款等消费信贷业务等。

2003 年，面对“非典”疫情影响，积极财政政策小幅加力，财政赤字规模 3198 亿元，较上年增加 100 亿元。发行 1400 亿元长期建设国债，调整国债资金使用方向，首先用于续建项目和收尾项目。加大对西部开发支持力度。继续执行稳健的货币政策，下调美元等外币小额存款利率，将金融机构存款准备金率由原来的 6%调高至 7%，并扩大金融机构贷款利率浮动区间，同时加强对房地产市场调控。

2004 年，随着国内需求回升，财政政策力度有所放缓，发行建设国债 1100 亿元，较上年减少 300 亿元，增加中央预算内经常性建设投资 50 亿元。调整建设国债使用方面，集中用于促进经济结构调整和社会全面发展。继续执行稳健的货币政策，适当控制货币信贷规模，优化信贷结构。4 月实行差别存款准备金率制度，将资本充足率低于一定水平的金融机构存款准备金率提高 0.5 个百分点；10 月上调一年期金融机构存贷款基准利率 0.27 个百分点；金融机构外汇存款准备金率统一调整为 3%；首次发行远期票据等。

## **(2) 稳增长政策扩大内需，经济持续稳健增长**

1998 年-2004 年，财政政策和货币政策双宽松，我国经济实现了持续快速增长，社会需求全面回升，GDP 增速分别为 7.8%、7.7%、8.5%、8.3%、9.1%、10% 和 10.1%，通货紧缩情况得到有效遏制，宏观经济运行环境得到显著改善。

**第二，2005 年-2007 年，财政和货币政策有所收紧，转向调整经济结构和转变经济增长方式。**

### **(1) 宏观政策逐步收紧**

在宏观政策调控干预下，我国经济实现稳健增长，但深层次问题仍较为突出，转变经济增长方式、加快经济结构调整、推进协调发展、加快完善体制机制刻不容缓。2005 年，实行稳健的财政政策和货币政策，继续控制固定资产投资规模的过快增长。在落实加强和改善宏观调控的各项政策措施时，强调要充分体现区别对待、有保有压的原则。

2005年，财政赤字3000亿元，比上年预算减少198亿元；发行长期建设国债800亿元，比上年减少300亿元。继续实行稳健的货币政策。合理调控货币信贷总量。实施两次加息。

2006年，财政赤字2950亿元，比上年预算减少50亿元；发行长期建设国债600亿元，比上年减少200亿元。继续实施稳健的货币政策，三次上调存款准备金率，从7.5%上调至9%；两次上调金融机构存贷款基准利率；一次上调外汇存款准备金率1个百分点，执行4%的外汇存款准备金率。

2007年，财政赤字2450亿元，比上年预算减少500亿元；发行长期建设国债500亿元，比上年减少100亿元。继续实施稳健的货币政策，九次上调存款准备金率，从9%上调至13%；六次上调金融机构存贷款基准利率；一次上调外汇存款准备金率1个百分点，执行5%的外汇存款准备金率。

## **(2) 经济在外需带动下继续高增**

尽管我国财政政策和货币政策逐步收紧，因外需保持了高速增长，出口增速分别为28.4%、27.2%和25.75%，对冲了政策的限制性作用，我国经济实现了快速高速增长，GDP增速分别为11.4%、12.7%、14.23%。城镇居民收入实现了稳健高速增长，城镇居民人均可支配收入分别为11.4%、12.1%和17.2%，社会需求全面回升。

### **2.2.2 当前经济政策环境与2005年有较为明显差异**

反观当下，我国经济政策环境与2005年前后发生明显变化，政策环境并未明显收紧，甚至仍是维持相对边际宽松态势，外部环境不确定性有所增大。

**2024年货币政策和财政政策并未边际收紧。**今年财政赤字4.06万亿元，较2023年年初预算增加1800亿元，专项债额度为3.9万亿元，较2023年增加1万亿元，并增发1万亿元超长期特别国债，财政支出力度较2023年仍有扩张。同时，继续实施稳健的货币政策。1月下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，2月下调5年期贷款市场报价利率25个基点，同时结构性货币政策持续落地，加权平均贷款利率有所下调，货币政策整体亦呈现边际宽松。

**我国经济发展方式亦发生转变。**自2020年以来，我国加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，外需对经济拉动力较2005年时期有明显放缓，同时全球经济复苏分化、地缘政治风险上升，外部环境的不

确定性上升，对我国外需亦产生较为明显扰动。国内有效需求有待进一步提升，重点领域风险有待持续消化，短期对我国经济持续稳健修复带来扰动。

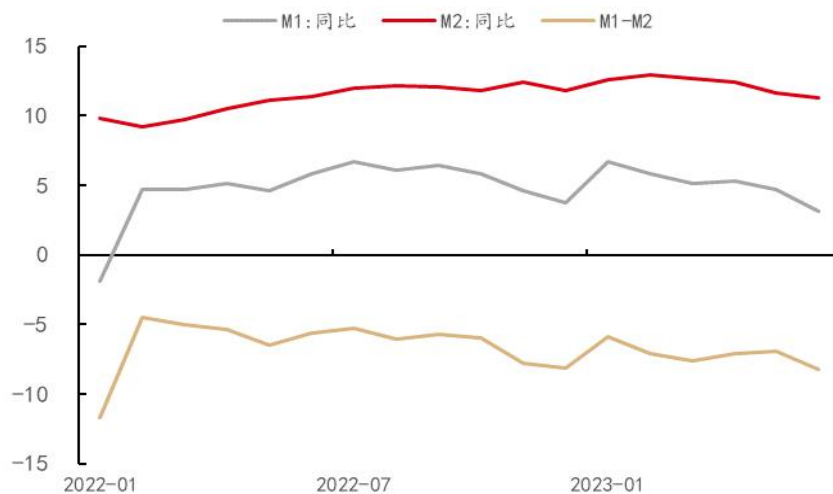
因此，本质上两次新增社融当月转负情况不同，上次是对经济过热的预期修复，此次更多是全球需求不足，外加“挤水分”导致。

### 3 M1 和 M2 增速双双回落，M1 再次转负

4 月 M1 同比增长-1.4%，较上期回落 2.5 个百分点。上次 M1 同比增速转负是 2022 年 1 月，主要原因是高基数效应影响，2021 年 M1 同比增速创阶段性新高。而当前并不存在高基数效应影响，2023 年 4 月 M1 同比增速是 5.3%。从货币供应量基本概念来看，M1 同比增速转负，直接体现为企业活期存款较去年同期走低。背后可能原因：一是房地产销售仍未企稳，房地产企业活期存款同比少增。根据克尔瑞发布报告，4 月百强房企单月权益销售金额 3121.7 亿元，同比增长-44.9%，降幅较上月有所收窄，但仍处于历史较低水平，销售表现延续低迷，房地产企业资金回流同比下滑；二是停止银行手工补息，此前计入 M1 的协定存款转移减少，带来企业活期存款减少；三是前文提及的专项债发债相对靠后，用作资本金撬动作用减弱、金融业增加值核算方法优化，挤水分等，企业短期贷款走弱，制约了企业活期存款增加。

M2 同比增长 7.2%，较上月小幅回落 1.1 个百分点，降幅较为明显。M2 同比增速回落部分是因 M1 同比增速回落的原因，另外一个重要影响是居民存款同比下降。一个重要原因是，当前银行存款利息不断走低，大额定存亦停售，居民存款向理财转变。近期债券市场和股票市场持续向好，为居民存款搬家提供了适宜环境。4 月居民新增存款减少 1.85 万亿，同比少增 6500 亿元。

M1 与 M2 同比增速均回落，但 M2 同比增速回落幅度小于 M1 同比增速回落幅度，负剪刀差有所走阔。

**图表 4：4 月货币供应 (%)**


资料来源：Wind，中邮证券研究所

#### 4 展望：不以单月数据定调未来预期，社融增速有条件温和回升

从当前信贷和社融数据看不出经济过热现象，或因金融业增加值核算方法优化存在“挤水分”效应，避免短期冲存贷行为，我们认为不应以一个月数据作为悲观预期的依据。向后看，我们预计年内宽信用仍存在较强支撑，社融将温和回升。一是专项债和特别国债发行或将提速，对社融拖累作用逐步减弱，支撑社融回暖。政治局会议指出，“要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度”。二是5月以来房地产调控政策进一步优化，房地产融资协调机制持续推进，以及近期多城推出房屋“以旧换新”政策等，年内房地产市场有望逐步回暖，支持宽信用；三是以旧换新、大规模设备更新改造政策效果逐步显现，制造业投资增速有望进一步提升，居民观望情绪逐步消化，居民消费或有所回升。

建议短期关注：一是基建投资回升的机会；二是地缘政治风险推升的必需品采购及航运；三是出口回升的半导体；四是新质生产力的数字、氢能、固态电池、卫星互联网等。

## 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