

# 宏观经济专题研究

## “体”与“用”：“新锚”之辩——中央银行吞吐国债的影响与意义

### 核心观点

中央金融工作会议提出，“要充实货币政策工具箱，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖”。这意味着央行投放资金的方式发生重大转变，引发广泛关注与联想。那么，应该如何理解这一变化？

**央行重启国债买卖，可能出于三方面考虑：**

**技术层面上，作为流动性投放的新“锚”，公开市场吞吐国债将部分替代（升）降准，有望缓解银行息差压力，并起到疏通基础货币传导，更好“均匀补水”的作用。**作为一种常规货币政策操作工具，买卖国债不会改变央行的政策操作目标，短期对市场的影响较为中性，而未来准备金率调整将更加侧重于信号意义。

**中期看，央行吞吐国债的根本目的在于推动人民币向“强大的货币”迈进。**目前“外汇占款”仍占据央行资产的“半壁江山”，买卖国债可以优化央行资产负债结构，增加国家信用在资产端的比重，进而将人民币发行的“锚”从外汇储备转为国家信用。

同时也要看到，以美元为代表的主要货币“信用化进程”是在过去数十年“和平与发展”的总体基调下完成的。**近年来，随着百年未有之大变局加速演变，出现了“其他货币对美元贬值、美元对黄金贬值”的新现象，背后的原因值得深入观察与思考。**

**进一步拉长视角，未来宏观政策或以财政货币的深度联动为基本特征。**买卖国债将成为两者联动的“锚”：一方面，货币政策潜能将得到大幅加强，必要时吞吐国债可以作为应急工具提供大额流动性并管理利率曲线；另一方面，积极财政政策、财税体制改革和债务风险化解也将得到适宜的资金保障。

**风险提示：**海外市场动荡，海外经济进入衰退。

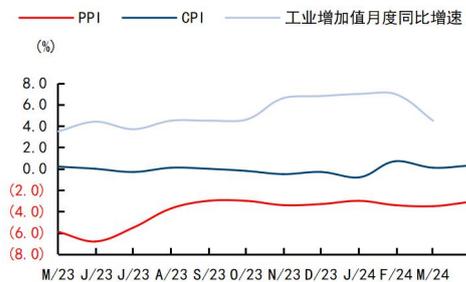
### 经济研究·宏观专题

证券分析师：**董德志** 联系人：**田地**  
021-60933158 0755-81982035  
dongdz@guosen.com.cn tiandi2@guosen.com.cn  
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	1.50
M2	7.20

#### 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

- 《“量”已振，“价”待提——2024年中期宏观经济展望》——2024-05-01
- 《宏观经济专题研究-中美日三国M2统计口径比较研究》——2024-04-25
- 《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

## 内容目录

<b>“用”：长期资金的投放通道</b> .....	4
“增长+储存”阶段（2002-2013年） .....	5
“平稳+释放”阶段（2014年至今） .....	6
<b>“体”：金融强国的必经之路</b> .....	7
美国发币基础变迁历程 .....	7
中国发币基础变迁历程 .....	9
<b>展望：“执其通施以御其司命”</b> .....	11

## 图表目录

图 1: 银行通过发放贷款创造存款, 同时扩表 (法准率 10%)	4
图 2: 私人部门获得贷款, 同时扩表	4
图 3: 基础货币与广义货币	5
图 4: 我国信用货币与基础货币规模稳步增长	5
图 5: 近年中国外汇占款规模停滞	5
图 6: 我国法定存款准备金率成为“明牌”	6
图 7: 相较名义 GDP, 我国央行在“缩表”	6
图 8: 银行净息差水平快速下降	7
图 9: 近期 MLF 余额快速拉升	7
图 10: 美国内战时期发行的 10 美元面值“绿背钞”(正面)	8
图 11: 大萧条时期美元流通规模不升反降	9
图 12: 1934 年《黄金储备法案》大幅上收黄金	9
图 13: 外汇占款仍居央行资产端主导地位	10
图 14: 国债在美联储资产端占比超过六成	10

中央金融工作会议提出，“要充实货币政策工具箱，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖”。这意味着央行投放资金的方式发生重大转变，引发广泛关注与联想。那么，应该如何理解这一变化？

**我们认为，央行重启国债买卖，可能出于三方面考虑：**

短期看，买卖国债将部分替代（升）降准，作为流动性吞吐的新“锚”，未来准备金率调整更侧重于信号作用。

中期看，买卖国债可以优化央行资产负债结构，增加国家信用在资产端的比重，进而将人民币发行的“锚”从外汇储备转为国家信用。

进一步拉长视角，未来宏观政策或以财政货币的深度联动为基本特征，央行买卖国债将成为两者联动的“锚”：一方面，买卖国债将大幅增加货币政策潜能，必要时可以作为应急工具提供大额流动性并管理利率曲线；另一方面，积极财政政策、财税体制改革和债务风险化解也将得到适宜的资金保障。

**需要明确，吞吐货币既是央行的核心职能，也是常规操作。**在以“央行-银行”为枢纽的二元货币体系中，社会流通的大部分“钱”（现金除外）并非由央行直接提供，而是央行向银行供给基础货币，银行以此为“本金”进行信用派生所形成的，比较典型的方式就是商业银行通过发放贷款创造存款，形成“信用货币”或“广义货币”。简单来说，基础货币是“央行的钱”，主要在金融机构间流通；而信用货币是“银行的钱”，主要在社会上流通。在信用派生过程中，银行和居民、企业等主体的资产负债表同步扩张，“银行的钱”增加，而支撑这一切的正是“央行的钱”。

图1：银行通过发放贷款创造存款，同时扩表（法准率 10%）

商业银行	
法定准备金 +10	存款 +100
超额准备金 -10	
贷款 +100	

资料来源：国信证券经济研究所绘制

图2：私人部门获得贷款，同时扩表

居民/企业	
存款 +100	贷款 +100

资料来源：国信证券经济研究所绘制

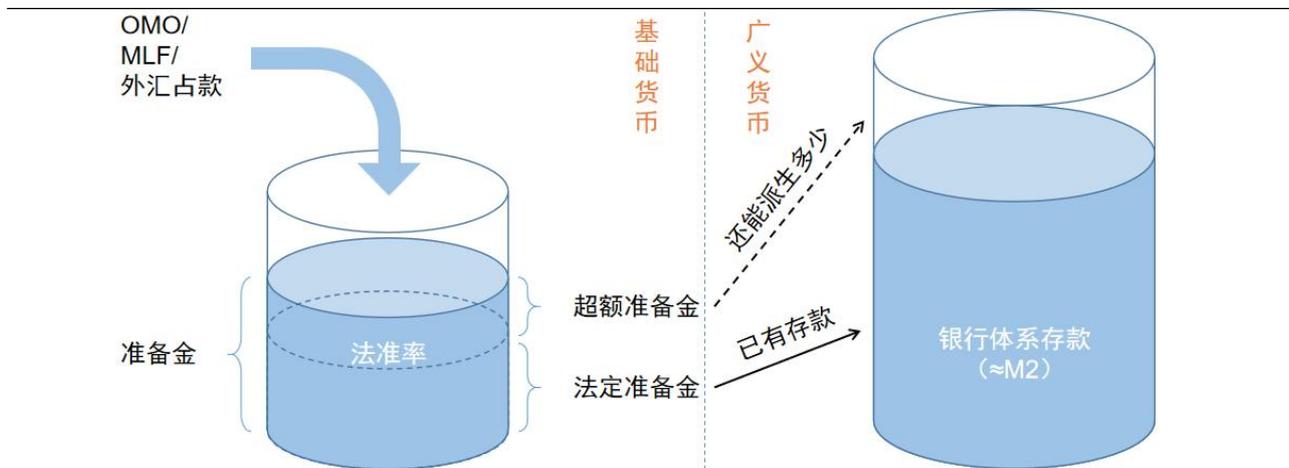
正是基础货币的这种极端重要性，使其变化历来受到高度关注，货币政策工具中的利率调整、准备金率调整等重要操作，也都围绕基础货币展开。这就引申出两个关键问题：**一是基础货币如何产生？二是基础货币以何为本？**搞清这些，或许能帮助我们厘清央行操作方式的转变。

## “用”：长期资金的投放通道

当前我国基础货币的投放渠道较为丰富，形成了短、中、长期的多层次投放体系。然而，其中绝大多数工具的本质仍是“抵押贷款”，即商业银行以特定资产为抵押物向央行借入基础货币，到期归还，且需支付利息。这意味着这些货币有明确

的“寿命”，如7天逆回购需要在7天内归还资金；而没有明确归还期限的“永续”资金投放渠道较为有限。

图3: 基础货币与广义货币



资料来源: 国信证券经济研究所绘制

**长期资金的重要性不言而喻。**伴随经济扩张，我国广义货币 M2 的增速维持在 10% 上下，在法定准备金制度下，要求作为“本金”的基础货币同样趋势性增长，而限期的“抵押贷款”类工具，如 MLF、OMO，更适宜用于平滑交易性、周期性或财政性的资金面波动，难以与趋势性需求匹配。

严格意义上，央行长期流动性投放渠道主要来自“外汇占款”，其在过去二十余年间对长期基础货币供给的影响可以大致归为两个阶段：

### “增长+储存”阶段（2002-2013 年）

图4: 我国信用货币与基础货币规模稳步增长



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图5: 近年中国外汇占款规模停滞



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

在我国不断扩大的贸易顺差以及强制结售汇制度下，大量外汇进入央行，推动其扩表并等额置换人民币基础货币，形成“外汇占款”。“外汇占款”规模从2002年初的1.8万亿上升至2014年初的27.3万亿。这一时期，货币政策的主要职能是“收水”：通过提升法定准备金率，“冻结”被动释放的基础货币，维护合理的流动性和利率水平。我国法准率从2002年的6%一路上升至2011年的21.5%，

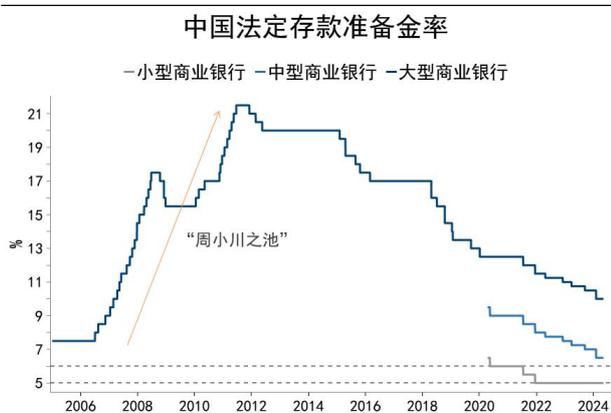
成为巨大的蓄水池，被市场称为“周小川之池”。

### “平稳+释放”阶段（2014 年至今）

随着外汇占款增长放缓，货币政策重心从“收水”转向“补水”，“解冻”的基础货币成为长期资金的主要来源。这也是相较海外主要央行，我国央行资产负债表近年来扩张缓慢的重要原因，因为“解冻”已有的基础货币不会使资产负债表膨胀。

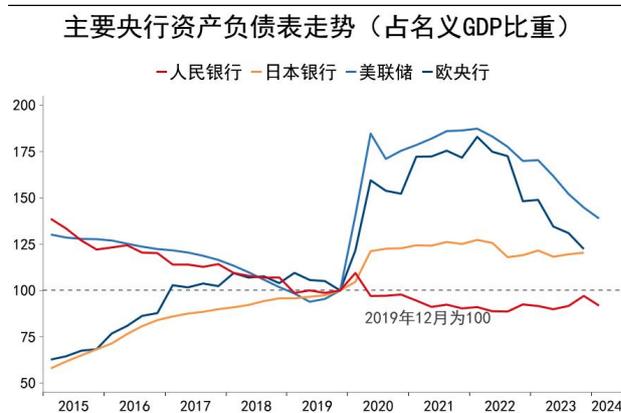
除特殊年份外（如“去杠杆”的 2016-2017 年），央行每年常态化降准 2-3 次，用于支撑快速扩张的货币需求。当前，我国加权法准率已经降至 7%，距离 5%的“执行下限”仅相距两个百分点。2022 年以来，央行将降准步幅从 50BP 缩减至 25BP，客观上操作空间已较为有限。

图6: 我国法定存款准备金率成为“明牌”



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图7: 相较名义 GDP，我国央行在“缩表”



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

因此，在外汇占款增长停滞、降准空间较为有限的当下，寻找流动性投放的新“锚”成为重要命题。

这一背景下，央行开展国债买卖被提上日程。这样做的好处有三：

**最主要的是解决降准空间不足的问题。**无论是在宏观经济或货币金融学教材上，还是西方主要央行的流动性管理实践中，买卖国债都是央行最为基础且重要的资金投放工具。

事实上，在我国贸易顺差爆发性增长前，央行曾在 2001-2003 年间试验性地开展过国债现券买卖，用于吞吐基础货币。央行在 2002 年四季度《货币政策执行报告》中曾指出：“中国人民银行公开市场业务债券交易主要包括回购交易、现券交易和发行中央银行票据……现券交易分为现券买断和现券卖断两种，前者为央行直接从二级市场买入债券，一次性地投放基础货币；后者为央行直接卖出持有债券，一次性地回笼基础货币”。2003 年后，由于央行主要职能转向“收水”，现券卖断逐步被发行央票所取代，国债买卖阶段性退出舞台。

此外，国债买卖有助于缓解银行息差压力。净息差是银行风险的“缓冲垫”。近年来，随着商业银行加大对实体经济让利幅度，净息差持续下降，对其平衡“防范系统性风险”与“加大支持实体经济”两大目标的能力形成制约。

随着央行愈发珍惜降准空间，MLF 逐渐成为央行投放中长期流动性的重要工具，然而其成本（目前为 2.5%）明显高于降准释放的资金（法定准备金利率为 1.62%，

也即银行获取“解冻”资金的机会成本），加大了银行的息差压力。假设央行国债买卖不进行“扭曲操作”，即按照存量国债期限分布进行交易，则目前商业银行将国债置换为基础货币的机会成本约为 2.19%<sup>1</sup>，显著低于 MLF 利率，有助于节约银行资金成本。

图8：银行净息差水平快速下降



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图9：近期 MLF 余额快速拉升



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

国债买卖还有望起到疏通基础货币传导，更好“均匀补水”的作用。央行公开市场操作的交易对手为少数“分销商”（即一级交易商，主要为国有大行和股份行），再以这些机构为枢纽将资金“转借”给其他金融机构。由于“转借”并非必须，在资金趋紧时，“分销商”借出意愿下降，中小金融机构将面临较大的流动性压力和资金成本。

此外，中小银行的法定准备金率已率先触及 5% 的“下限”，意味着降准也无法惠及这些机构，进一步加剧了流动性分层。而当央行通过买卖国债投放流动性时，“分销商”将手中的国债卖给央行，随即需要向其他机构寻求国债补充“弹药”，在这个二次国债买卖的过程中基础货币的分发自然完成，也不涉及对不同规模和类型机构的差异对待。

## “体”：金融强国的必经之路

上述更多是从央行公开市场操作的狭义视角出发，侧重于技术层面上的探讨。但是当这一“技术因素”被置于中央金融工作会议的层级提出，必然存在更为重要的意义。这就涉及到开篇中所提出的第二个问题：央行的发币基础是什么？

人类社会走出以物易物的“实物货币”阶段后，逐渐形成现代意义上的货币，其价值主要来自于底层资产的“增信”，而非货币的物质形态本身。因此，币值来源，或发币基础，就显得尤为关键。

现代货币的发行基础可以大致分为两个阶段：“基于实物（即代币）”与“基于信用”。这一变迁并非一帆风顺。以美元为例，1834 年到 1973 年，“金本位”在美国几经起落，其间穿插着战争、经济危机与贸易摩擦，“布雷顿森林体系”倒塌后终于全面进入“信用货币”体系。

### 美国发币基础变迁历程

<sup>1</sup> 国债加权收益率，数据截至 5 月 8 日。

19 世纪开启“金本位”后，货币发行与贵金属的暂时性脱钩往往来自战争等紧急融资需求：美国真正意义上的信用货币可以追溯至 1861 年南北战争时期，林肯政府为支持战争开销发行“绿背钞”（greenbacks），其本质类似于战争债券。

在此之前，由于缺乏统一的中央银行，美国的货币主要是各家商业银行自行印制的“银行券”（banknote），类似于我国北宋年间开始流通的“交子/银票”，而并非“官银”。由于无法承诺黄金刚兑，林肯并未允许“绿背钞”像同时期的美元硬币一样标记“我们信仰上帝”（In God We Trust），其币值源于可以支付与政府往来的相关款项，如债务利息或关税。

很显然，“绿背钞”的实际价值与林肯政权的信用直接挂钩，这也体现在前线战事进程对币值的影响上：联邦军队（北方）推进顺利时，“绿背钞”对黄金升值，反之亦然。内战结束后，“绿背钞”逐步被兑付，美国重回“金本位”。

图10: 美国内战时期发行的 10 美元面值“绿背钞”（正面）



资料来源：National Museum of American History，国信证券经济研究所整理

而对美国近代社会影响最为深远的，莫过于 1930 年代的“大萧条”（the great depression）。

关于“金本位”与“大萧条”的论述可谓汗牛充栋，但总体而言，1913 年首版《联邦储备法案》（Federal Reserve Act）规定美元纸币必须以其面值 40% 的黄金为保障，这一要求极大限制了“大萧条”初期美联储实施货币宽松、救助商业银行和支持财政刺激的能力，银行挤兑愈演愈烈，通货紧缩不断加剧。

直到罗斯福政府推出《1933 年紧急银行法案》（the Emergency Banking Act of 1933）和《黄金储备法案》（Gold Reserve Act），事实上废止了私人部门“金本位”<sup>2</sup>，仅保留外国政府机构的兑换权，但将兑换价由 20.67 美元每盎司贬值为 35 美元每盎司，成为二战后“协约国货币挂钩美元，美元挂钩黄金”的“布雷顿森林体系”雏形，美元逐步成为“世界货币”。

然而，“布雷顿森林体系”在设立之初就面临缺陷，即著名的“特里芬两难”（Triffin dilemma）：作为国际储备货币，发行国需要有巨大的贸易逆差（以输出货币），而持续的贸易逆差意味着货币超发和币值下降。最终，1971 年尼克松下令停止黄

<sup>2</sup> 停止对内黄金承兑，宣布居民持有黄金违法，居民必须上缴持有的黄金并兑换成纸币。

### 金兑换，主要经济体全面进入“信用货币”时代。

今天看来，“金本位”的缺陷十分明显，著名经济学家凯恩斯更将之称为“野蛮的遗迹”。但在现代货币诞生初期，“金本位”在增强货币信用，推广纸币流通等方面起到重要作用。

这一惯性在“布雷顿森林体系”坍塌后依然延续，脱钩黄金后，美元亟需一个新“锚”。在美国国务卿基辛格的斡旋下，1973年以沙特为首的石油输出国组织宣布将以美元定价和结算石油，帮助美元完成了从“黄金美元”到“信用美元”的过渡。今天美元的发币基础来自美联储资产负债表资产端占比超过6成的美国国债。换言之，其发币基础已然转换为美国政府的信用和美国纳税人的税收。

图11：大萧条时期美元流通规模不升反降



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图12：1934年《黄金储备法案》大幅上收黄金



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

## 中国发币基础变迁历程

现代货币的本质是发行方的负债。当货币体系不够完善时，发币人需要通过挂钩贵金属等实物资产“增信”，随着国家综合实力不断增强，发币基础逐渐从实物转换为政府信用，美元的演化就是其中的一个例子。

新中国成立前后，人民币的发展也遵循了这一规律，可以大致分为三个阶段：

### 新中国早期实践期（1948-1978）

这一时期，人民币缺乏明确的“锚”，高通胀时有发生。新中国成立前，财政收入主要为“公粮”等实物，各根据地的货币发行用于弥补财政赤字，并没有明确的抵押物。从这个意义上，与“绿背钞”较为相似。新中国成立后，我国货币体系尚处于“草创阶段”，延续了革命战争时期的部分特征：

一是缺乏独立性，货币在一定程度上仍是财政透支的工具。在1949年至1978年间，有9年出现了不同规模的赤字，基本以向央行透支的形式实现，可称为我国“财政赤字货币化”的早期实践。

二是中央银行更多扮演“商业银行”角色。随着我国有计划地发展国民经济，也参考苏联建立起高度集中的国家银行体系。在这种“大一统”模式下，央行是我国事实上的唯一银行，既履行行政职责，又经营银行业务，便于政策贯彻和全局管控。

三是人民币发行缺“锚”。这一时期人民币呈现出早期“信用货币”的特征，但

发行既缺乏规则约束，也没有资产支撑，超发时有发生。

1948年新华社在《中国人民银行发行新币》社论中明确指出：“从它诞生的第一天开始，即与金银完全脱离关系”。此外，由于人民银行的双重角色，不存在基础货币与“广义货币”的差异，自然也没有法定存款准备金等约束。实践中，央行的主要目标是贷款规模：年度信贷计划由中央批准，而后逐级分解到基层。由于贷款主要用于保障经济计划的完成，以行政命令手段落实，超发常有发生。例如1958-1959年间，贷款年增长率达到70%左右，高通胀随之而来。

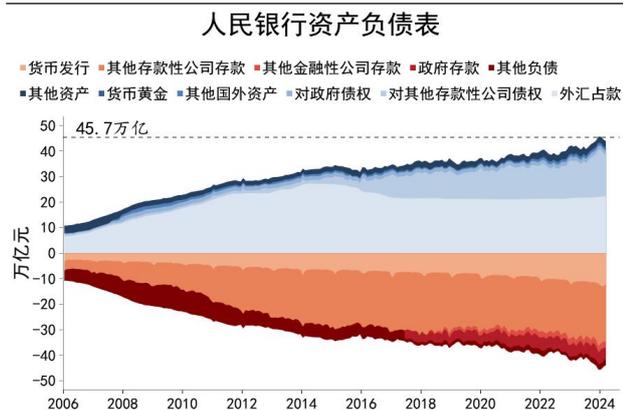
### 改革开放制度变革期（1978-2015）

这一时期，人民币发行规则逐步完善，币值趋于稳定。党的十一届三中全会后，金融体制进行了一系列重大改革。重点包括将商业/政策银行与央行剥离，区分基础货币与“广义货币”，进而建立法定存款准备金制度。这意味着“银行的钱”以“央行的钱”为约束，“央行的钱”以央行资产为约束的人民币发行模式初步确立。

然而，直到1995年《中国人民银行法》、《商业银行法》出台前，我国经济体制改革仍处于摸索阶段，货币政策兼具计划调节与市场调节的双重色彩。价格（利率）与数量（准备金率）工具对信贷需求和市场主体的影响尚不通畅，调控依然以增减信贷计划规模等行政手段为主：当政府推动经济扩张时，央行被动提供货币；当过热进行调控时，央行被授权收紧银根。

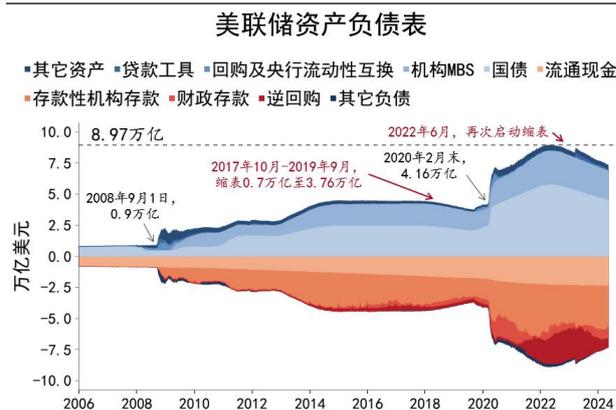
缺乏独立性的货币政策未能有效发挥逆周期对冲功能，而是在“过度投放”与“过度紧缩”间往复交替。直到1995年后央行货币政策的相对独立性得到明确，并将币值稳定设为法定目标，我国货币体系建设进入全新阶段。这一时期，随着我国对外贸易快速发展，央行资产端“外汇占款”占比不断提升，逐渐成为央行的发币基础，扮演了类似上世纪七、八十年代“石油美元”的角色。

图13: 外汇占款仍居央行资产端主导地位



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图14: 国债在美联储资产端占比超过六成



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

### 新时代迈向强大货币（2015 至今）

习近平总书记在中央金融工作会议上要求加快建设金融强国，并鲜明指出“强大的主权货币是金融强国的基石”，将“强大的货币”列为金融强国的六个核心要素<sup>3</sup>之首，其排名甚至高于“强大的中央银行”。

<sup>3</sup> 即“强大的货币”、“强大的中央银行”、“强大的金融机构”、“强大的国际金融中心”、

近年来，人民币币值在合理均衡水平上保持稳定，国际地位不断提升，支付价值份额连续 5 个月维持在 4% 以上，排名全球第四。然而，从发行基础的角度观察，“外汇占款”在央行资产端占比尽管从 2014 年高点（83%）显著回落，但依然稳定在 50% 以上。外汇作为人民币发行阶段性的“锚”，有其形成的历史原因，客观上也有助于稳定币值，帮助人民币向“信用货币”稳步过渡。但相较海外发达经济体，国家信用在我国央行资产端占比依然偏低。

因此，随着我国综合国力和国际地位的不断提升，以及国债市场日趋成熟，通过买卖国债进行人民币基础货币吞吐，增加国家信用在央行资产端比重，是新时代党中央对经济金融工作的前瞻部署，是迈向强大主权货币的必然选择。

同时也要看到，以美元为代表的主要货币“信用化进程”是在过去数十年“和平与发展”的总体基调下完成的。近年来，随着百年未有之大变局加速演变，出现了“其他货币对美元贬值、美元对黄金贬值”的新现象，背后的原因值得深入观察与思考。

## 展望：“执其通施以御其司命”

通过吞吐资产管理流动性并非西方国家的首创。早在春秋战国时期，《管子》就将民生与货币的重要关系进行了高度概括：“五谷食米，民之司命也；黄金、刀布<sup>4</sup>，民之通司也。故善者执其通施以御其司命”，并进一步指出“国币之九在上，一在下，币重而万物轻。敛万物应之以币，币在下，万物皆在上，万物重十倍”，生动诠释了货币吞吐方式及其对物价的影响。由此也可以看出，买卖国债释放流动性作为一种常规货币政策操作手段，不会改变央行的政策操作目标，短期对市场的影响较为中性。

与此同时，央行买卖国债确实进一步打开了宏观政策的想象空间，为实现中国式现代化提供了基础性保障。从长远看，未来宏观政策或以财政货币的深度联动为基本特征，央行买卖国债将成为两者联动的“锚”：一方面，买卖国债将大幅增加货币政策的潜能，必要时可以作为应急工具提供大额流动性并管理收益率曲线；另一方面，积极财政政策、财税体制改革和债务风险化解也将得到切实的资金保障。

“强大的金融监管”和“强大的金融人才队伍”。

<sup>4</sup> 泛指货币，见《管子》：“珠玉为上币，黄金为中币，刀布为下币。”

# 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