

► **当前来说，央行要兼顾的目标至少包括几个方面：**

1) 海外高通胀高利率下的汇率稳定；2) 银行净息差收窄后的金融稳定；3) 防止资金沉淀空转；4) 广义地方政府信用收缩下的再通胀。

**稳汇率。**美联储从2022年3月启动加息，到2023年7月累计加息525BP，至今已维持近一年。这一年，**央行仅进行一轮完整降息（OMO-MLF-LPR同步下调）、DR007中枢升至政策利率上方**，力保人民币汇率运行在合理位置。

**稳金融。**今年一季度商业银行净息差再创新低。除了继续严格存款自律，治理手工补息兼有降成本和防空转的双重效果，尽管这造成了一定程度的存款流失。另外，从今年起连续几年发行超长期特别国债，国有大行将是主要承接和配置力量，如果超长端利率被交易力量过度下拉，国有大行将面临配置难题。

**防空转。**今年一季度名义GDP增速4.2%、M2增速8.3%，仍高出4.1个百分点。与偏低的名义GDP一致是持续下降的M1，而M2持续背离偏高，可见资金使用效率不高的情况确实存在。近期央行**完善金融业GDP核算方式**，金融机构为追求规模而虚增存贷款的冲动被抑制，M2增速进一步向名义GDP收敛。

**稳物价。**去年底以来，地方财政纪律约束加强，城投债净融资连续为负，作为“表外降债”的对偶结果，专项债等“表内发债”的进度也明显偏缓，中央信用扩张不能完全对冲地方信用收缩。相应的，在M2增速下降的同时，M1增速降至负值，M2-M1剪刀差还有所走扩。

**做一小结，在海外高通胀高利率、国内有效需求不足、地方财政约束加强的背景下，在稳汇率、稳金融、防空转、稳物价的多元目标下，央行单边降息难度大、长端利率不宜过低、M2下台阶向名义GDP收敛、存款增速下降、M1负增。**

► **下半年如何破局？**

**如果稳汇率，政策调整节奏或与海外同步。**最重要的仍然是美联储的选择，受大选和地缘等因素影响，美联储真正启动降息可能要到今年底-明年初，对应下半年仍然是以等待为主。

**如果稳金融，长端利率空间需等待银行负债成本回落。**治理手工补息有望在短时间内少许降低银行负债成本，但在居民存款定期化、长期化的影响下，降成本路径曲折。先要观察今年2-3季度的银行净息差，能否止降-回升。

**如果防空转，M2下台阶后将随名义GDP联动。**以名义GDP增速+2个百分点为准，当前4-4.5%的名义GDP增速对应的合理M2增速或在6-6.5%。5月M2增速降至7.0%，继续下降的空间已经不大。治理手工补息的影响可能在下半年减弱，M1增速有望企稳。

**如果稳物价，需要央行财政进一步协同配合。**规范地方财政纪律有利于财政系统可持续健康运行，长期或通过财税体制改革、优化央地财权事权等改革。短期来说，放松隐性债务约束存在较大不确定性，关键是能否推动预算内地方债加速发行和支出。

**总的来说，如果兼顾各项目标的要求不变，降息和长端利率空间打开还需要一些等待，相当于短时间内利率曲线的两个端点基本不动，整条曲线的弹性有限；如果对名义经济增速的预期和地方隐性债务的约束不变，曲线中间段的期限利差和信用利差有压缩空间。**

► **风险提示：**海外货币政策超预期，国内货币政策超预期



分析师 赵宏鹤

执业证书：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

分析师 吴彬

执业证书：S0100523120005

邮箱：wubin@mszq.com

**相关研究**

- 2024年5月价格数据点评：为什么猪价反弹没能拉升CPI？-2024/06/12
- 国内经济高频周报：6月第1周：房地产前路何往？-2024/06/11
- 全球大类资产跟踪周报：降息交易再度“折返跑”-2024/06/08
- 2024年5月外贸数据点评：出口复苏的弹性和持续性-2024/06/08
- 全球大类资产跟踪周报：市场等待新线索-2024/06/01

# 目录

1 多元目标下的破局之路.....	3
2 央行多元目标的现状梳理.....	5
3 银行扩表放缓是上半年货币金融体系主线.....	6
4 影响之一：资金面波动降低，流动性分层消失.....	7
5 影响之二：债市节奏“先利率，后信用”.....	8
6 下半年展望：货币政策如何破局？.....	9
7 风险提示.....	12
插图目录.....	13

## 1 多元目标下的破局之路

**我国央行是多目标的。**《中国人民银行法》第二条和第三条规定，央行“制定和执行货币政策，防范和化解金融风险，维护金融稳定”，“货币政策目标是保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”。因此，**我国央行要兼顾的各项目标包括而不仅限于：1) 通胀；2) 汇率；3) 金融稳定；4) 经济增长。**

从入世后到 2008 年全球金融危机前，央行更多致力于抑制经济过热、通胀过高和汇率过快升值。2008 年全球金融危机期间，央行在稳定金融系统、促进经济恢复方面发挥了重要作用。2008 年全球金融危机后，我国经济对房地产和基建的依赖度加深，经济的周期性加强，央行行为也呈现鲜明的周期性特征，对于多元目标的调节总体是双向和动态平衡的。

近年来，随着国内人口结构、房地产业、地方债务、外部环境等发生一系列变化，央行行为的周期性减弱、传统政策空间减少、银行息差收窄，特别是在海外陷入旷日持久的高通胀和高利率后，多元目标彼此兼顾的难度进一步上升。

就当前来说，央行要兼顾的目标至少包括几个方面：1) 海外高利率下的汇率稳定；2) 银行息差收窄后的金融稳定；3) 防止资金沉淀空转；4) 广义地方信用收缩下的再通胀。

货币政策并非万能，要完美兼顾各个方面也并非易事，我们在近两个月看到的诸多“不寻常”也多源于此。

**稳汇率。**历史的进程充满意外和反转，由于公共卫生事件和地缘冲突等种种原因，以美国为首的海外发达经济体通胀从金融危机后的“上不去”变成“下不来”。美联储从 2022 年 3 月启动加息，到 2023 年 7 月累计加息 525BP，至今已维持近一年。这一年，**央行仅进行一轮完整降息（OMO-MLF-LPR 同步下调）、DR007 中枢升至政策利率上方**，力保人民币汇率运行在合理位置。

**稳金融。**过去几年金融向实体让利，社会综合融资成本下降，商业银行的资产端收益持续走低。虽然存款自律机制也在发挥作用，负债端成本仍居高不下，国有大行整体负债成本甚至不降反升，今年一季度商业银行净息差再创新低。除了继续严格存款自律，**治理手工补息**兼有降成本和防空转的双重效果，尽管这造成了一定程度的存款脱媒。另外，从今年起连续几年发行超长期特别国债，国有大行将是主要承接和配置力量，**如果超长端利率被交易力量过度下拉，国有大行将面临配置难题。**

**防空转。**2001-2021 年，M2 平均增速比名义 GDP 增速高 2 个百分点，2022-2023 年则高出 6 个百分点。今年一季度名义 GDP 增速 4.2%、M2 增速 8.3%，仍高出 4.1 个百分点。与偏低的名义 GDP 一致是持续下降的 M1，而 M2 持续背离偏高，可见资金使用效率不高的情况确实存在。近期央行**完善金融业 GDP 核算方式**，金融机构为追求规模而虚增存贷款的冲动被抑制，M2 增速进一步向名义

GDP 收敛。

**稳物价。**单靠挤出虚增的水分并不能带来真实的需求，就当前形势而言，相比于降准降息等常规货币政策，政府扩表或是扩内需的更有效抓手。去年底以来，地方财政纪律约束加强，城投债净融资连续为负，作为“表外降债”的对偶结果，专项债等“表内发债”的进度也明显偏缓，中央信用扩张不能完全对冲地方信用收缩。相应的，在 M2 增速下降的同时，M1 增速降至负值，M2-M1 剪刀差还有所走扩。

**做一小结，在海外高通胀高利率、国内有效需求不足、地方财政约束加强的背景下，在稳汇率、稳金融、防空转、稳物价的多元目标下，央行单边降息难度大、长端利率不宜过低、M2 增速向名义 GDP 增速收敛、存款增速下降、M1 负增。**

**下半年如何破局？我们首先假设多元目标约束的放松是小概率的。**

**如果继续稳汇率，政策调整节奏或与海外同步。**近期多家西方央行先于美联储启动降息，内外息差压力缓解初现曙光。但最重要的仍然是美联储的选择，受大选和地缘等因素影响，美联储真正启动降息可能要到今年底-明年初，对应下半年仍然是以等待为主。

**如果继续稳金融，长端利率空间需等待银行成本回落。**治理手工补息有望在短时间内少许降低银行负债成本，存款自律机制见效则是一个相对缓慢的过程，特别是在居民存款定期化、长期化的影响下，降成本路径曲折。假设不考虑降息，需要观察今年 2-3 季度的银行净息差能否止降-回升。

**如果继续防空转，M2 降速后将随名义 GDP 联动。**以名义 GDP 增速+2 个百分点为准，当前 4-4.5% 的名义 GDP 增速对应的合理 M2 增速或在 6-6.5%。5 月 M2 增速降至 7.0%，继续下降的空间已经不大。治理手工补息的影响可能在下半年减弱，M1 增速有望企稳回稳。

**如果继续稳物价，需要央行和财政进一步协同配合。**规范地方财政纪律有利于财政系统可持续健康运行，长期或通过财税体制改革、优化央地财权事权等改革。短期来说，放松隐性债务约束尚存在较大不确定性，更值得期待和观察的是预算内地方债何时开始加速发行和形成支出。

**对于市场来说，早年间央行行为更重要，随着经济结构和社会预期发生变化，近两年机构行为相对更重要。当前央行多元目标平衡的难度加大，央行行为和机构行为开始交织，甚至在局部有所“碰撞”。**

**今年下半年大部分时间，如果多元目标的要求不变，降息和长端利率空间打开还需要一些等待，相当于短时间内利率曲线的两个端点基本稳定，整条曲线的弹性有限。如果对名义经济增速的预期和地方隐性债务的约束不变，曲线中间段的期限利差和信用利差仍有压缩空间；反之，如果其他目标不变，稳物价取得更多成效，则要适度关注风险。**

**往后看，今年底-明年初，地缘形势可能发生新的变化，美联储降息有望启动，**

银行降负债成本有望显效，防空转和治理手工补息的影响有望收尾，届时多元目标的平衡难度有望降低，政策和市场都将迎来更大的弹性和空间。

## 2 央行多元目标的现状梳理

**首先为维持内外均衡，总量货币政策空间相对有限。**

3月中旬，美元兑在岸人民币汇率一度突破 7.25，离岸人民币汇率逼近 7.27，人民币汇率的波动提升，随后美元兑人民币汇率长时间保持在 7.2-7.3 区间内。《一季度货币政策执行报告》也增加了汇率相关表述：**坚决对顺周期行为予以纠偏**。这一新增表述或与一季度人民币汇率贬值压力加大有关，维持内外均衡也成为货币政策的一大重要考量，这种局面下，总量货币政策空间相对有限。

**其次为防止资金沉淀空转，银行资产端扩张速度放缓。**

去年十月，全国人大常委会第六次会议审议关于金融工作情况的报告中提到：**近期，我国 M2 增幅高，M1 增幅低，两者不相匹配，原因之一在于货币资金在银行间空转……**。今年两会政府工作报告又再度提及：**避免资金沉淀空转**。《2024 年一季度货币政策执行报告》再度提及：**当前货币存量已经不少了……**。

在当下我国主要依赖银行体系进行间接融资的模式下，M2 增速下降，意味着商业银行资产负债表扩张的速度放缓，特别是银行信贷投放速度放缓。

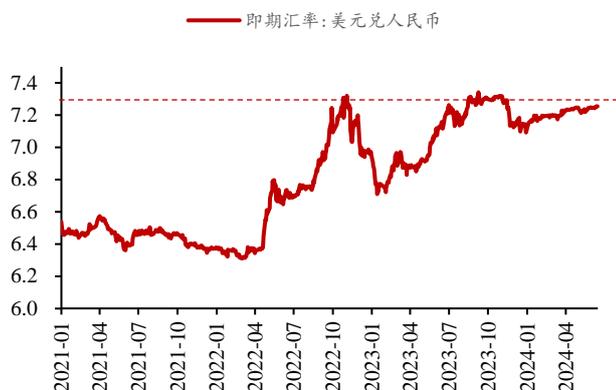
**最后兼顾商业银行资产负债表健康，引导存款利率下行，导致银行负债端承压。**

今年全国人大二次会议经济主题记者会，潘功胜行长在回答提问时提到：**我们将把维护价格稳定、推动价格温和回升作为货币政策的重要考量，统筹兼顾银行业资产负债表健康性，继续推动社会综合融资成本稳中有降**。

当前商业银行净息差仍在下降，其中商业银行净息差 2024 年一季度末降至 1.54%，大型商业银行已降至 1.47%，连续多个季度已经低于 1.8% 的审慎值。**银行负债端成本调整的速度不及资产端收益调整的速度，是造成净息差持续下行的原因**。而禁止手工补息也是从降低银行负债端压力的角度出发，但在高息存款消失后，银行负债流出的压力较大，或对银行扩表的速度形成拖累。

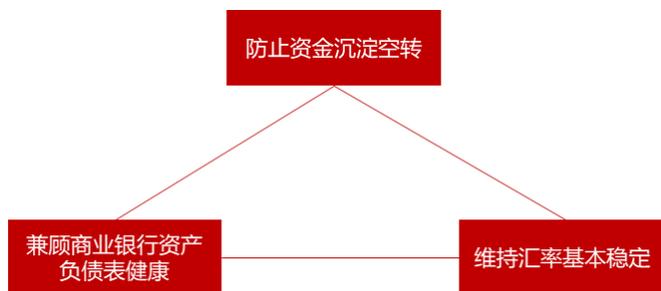
在货币政策的三重政策考量下，上半年货币金融体系出现了过往两年截然不同的线索：**货币政策总体偏审慎，商业银行扩表速度放缓**。

图1：人民币汇率压力较大



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：今年以来，货币政策的多重考量



资料来源：民生证券研究院绘制

### 3 银行扩表放缓是上半年货币金融体系主线

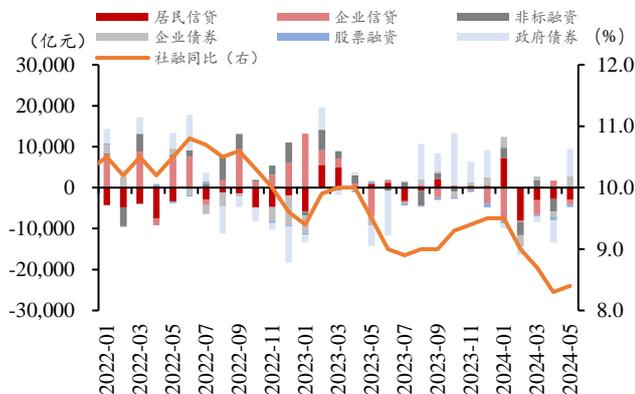
相较于往年不同的是，今年上半年货币金融体系最大的变化是商业银行扩表速度显著放缓，主要来源于两点：**全社会融资需求不强，资产投放放缓；压低负债成本，存款增长放缓。**

**首先，实体融资需求整体偏弱，信贷投放大幅少增，银行资产端扩张不快。**

**今年 1-5 月社融新增规模不如去年同期，尤其是信贷增速显著放缓：**居民信贷少增 0.9 万亿，企业信贷少增 1.1 万亿，二者合计少增 2 万亿，是社融最大拖累；股票融资少增 0.3 万亿，非标融资少增 0.2 万亿，政府债券融资少增 0.35 万亿，仅企业债券多增 0.3 万亿。

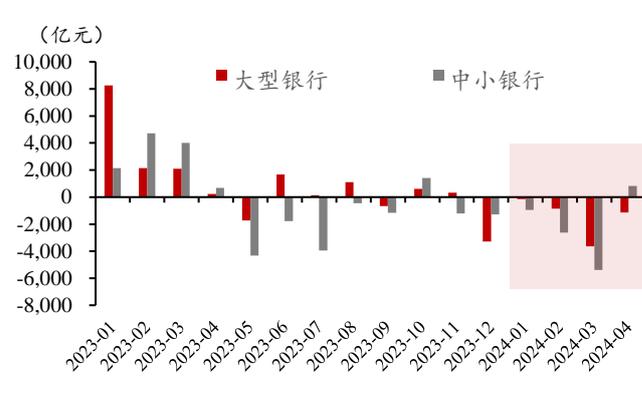
**此外，今年以来，无论是大行、还是中小行，信贷投放均明显收缩，银行资产扩张显著放缓，而不是往年大行多增、中小行少增的情况：**1-4 月大型银行信贷少增 0.6 万亿，中小银行少增 0.8 万亿。

图3：社融同比增速及各分项当月同比多增



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：大型银行和中小型银行贷款投放均大幅收缩

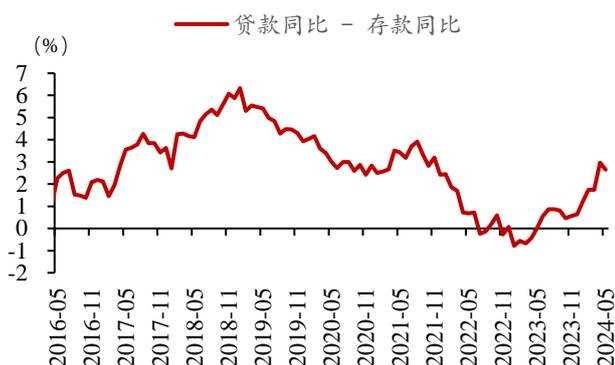


资料来源：wind，民生证券研究院

其次，银行负债端存款流出压力增大，贷存缺口进一步拉大。

年初以来，银行存款同比增速下降，尤其是大型银行存款同比增速从去年年末的13.0%降至5月末的8.9%，中小银行则从8.0%降至5.1%。存款增速下滑一方面是贷款增速下滑所致，但实际银行贷存差却在拉大，存款类金融机构贷款与存款同比增速差从0.6%上升至2.7%。尤其是手工补息打击高息存款后，大量存款从银行体系流向非银，导致银行负债流出压力增大。

图5：存款类金融机构贷款与存款同比增速差



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：全国银行资金来源同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

## 4 影响之一：资金面波动降低，流动性分层消失

伴随着商业银行扩表放缓，今年资金面有两大突出特点：**第一是持续低波动；第二是流动性分层现象一度消失。**

不同于过去两年，今年以来，资金面突出的特点是波动较低：DR001 基本在1.6%-1.9%之间，DR007 基本在1.8%-2.0%之间。DR007 与7天逆回购的利率偏离更是持续保持在10BP左右。

此外，进入二季度后，资金面不仅仅持续偏松，非银与银行之间流动性分层情况更是逐步改善，R007-DR007 差值减小，甚至出现月末一度为负值的情形。

**资金利率平稳的原因主要有两个：**

第一，实体融资需求放缓，尤其是2月降准落地之后，信贷投放降速，政府债券发行进度偏慢，商业银行尤其是国有大行净融出资金规模远高于过去三年同期。

第二，禁止手工补息之后，原本在银行的高息存款流向非银，非银机构流动性大幅改善，而银行流动性压力相对较大，商业银行通过发行存单来补充流动性。

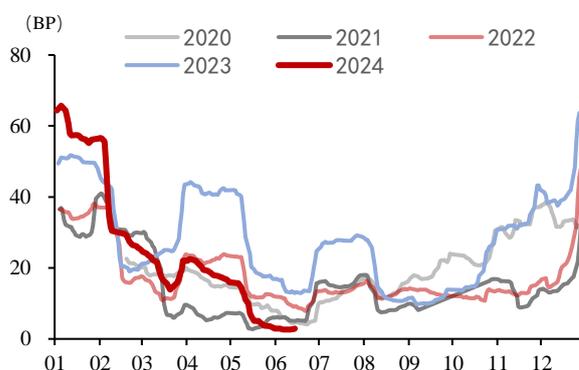
总之，今年以来资金面的两大特点，也是商业银行资产与负债扩张速度放缓双重作用的结果。

图7: DR007 与 OMO 政策利率偏离较小



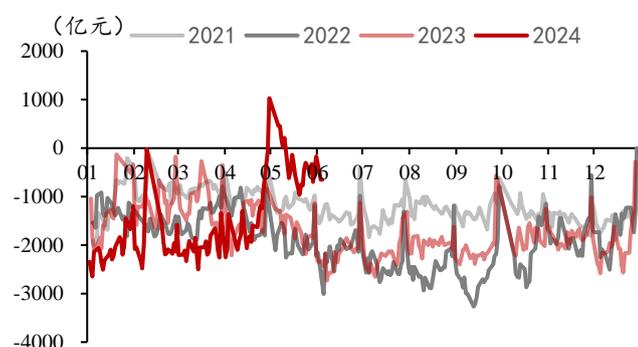
资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: R007-DR007 差值



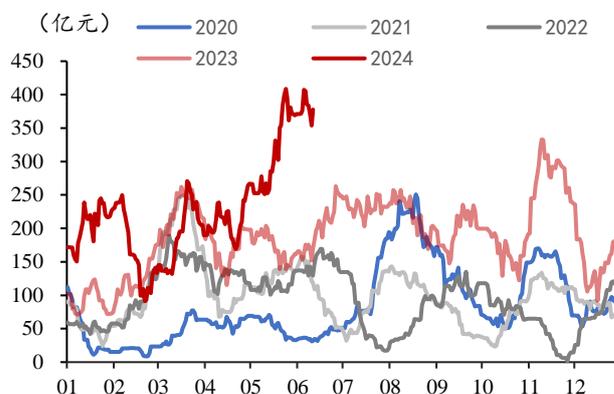
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 保险公司单日报式回购净融出资金规模



资料来源: CFETS, 民生证券研究院

图10: 国有行同业存单发行规模



资料来源: CFETS, 民生证券研究院

## 5 影响之二：债市节奏“先利率，后信用”

实体融资不强、资金面持续偏宽松，是今年以来债券市场持续偏强的基础，但年初以来债券市场行情节奏为：一季度利率债偏强，二季度信用利差持续压缩，其背后上与商业银行扩表放缓有关。

**首先，长久期资产供给不足，而机构配置需求增长，一季度利率债表现较好。**

年初受制于财政等多方面因素，国债、地方债发行进度偏慢，导致债券供需短期不匹配，利率债快速下行。一季度末，开放式公募债券基金规模 5.7 万亿元，较去年同期增长了 36.3%。特别是，保险、银行等缺乏长久期资产的机构在“早配早受益”的理念驱动下，增厚债券投资收益拉长投资久期，增加对长期债券的需求，所以在一季度利率债相对于信用债，表现更为突出。

**其次，银行存款向非银流入，二季度信用债表现显著好于利率债。**

二季度与一季度相比，除了央行多次提示中长期利率债风险外，债市最大的不同驱动因素在于：银行存款向非银转移。

配置行为上，银行一直以来是利率债市场的最大参与方，对信用债的配置占比

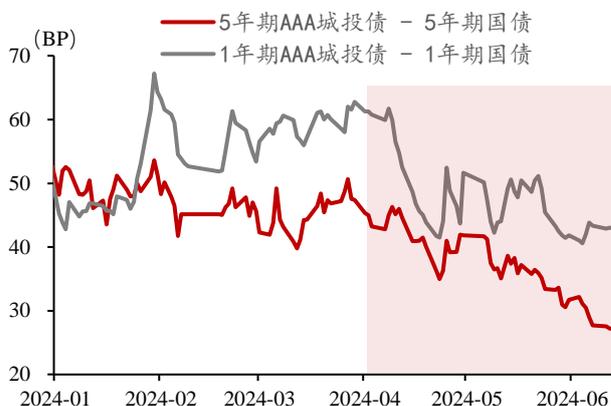
相对较低；而非银机构如债券基金、理财等在配置上更加青睐信用债。负债端的此消彼长，也带来了债券市场节奏的变化：利率债二季度以来总体呈现区间震荡，二信用利差持续压缩，中长端信用利差压缩至历史低位。

图11：今年以来，10年期国债利率下行集中在一季度



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：今年以来，信用利差下行集中在二季度



资料来源：wind，民生证券研究院

## 6 下半年展望：货币政策如何破局？

在多重目标的约束下，下半年货币金融体系如何破局？我们认为有四种情景：

**情景一：稳汇率压力下降，降息空间打开。**

**汇率压力能否缓解，主要还是美联储能否开启降息。**

当前美联储6月点阵图给出年内降息一次的预测，但降息的两种情景分别是：失业率快速上行、CPI至少连续一个季度下行。短期来看，当前美国劳动力市场仍在降温中但下行速度并不快，再加上美国通胀韧性仍不确定，同时受大选和地缘等因素影响。

下半年的基准情形是：美联储最多在四季度降息一次，对应国内下半年的货币政策仍然是以等待为主，降息的时点和节奏或将与美联储同步，短端利率的空间将会打开。

**当然，下半年存在另一种可能的情况是，适度放松汇率的波动。**

在这种情景下，汇率波动有所提升，那么国内政策的空间打开，根据过往货币政策实践的经验，对应下半年可能会有降息出现，短端利率空间打开。但国内经济基本面未出现大幅度变动的前提下，这种情形出现的概率较小。

**情景二：稳金融效果显著，政策利率有望调整，长端利率空间打开。**

**稳金融效果的观察指标在于银行负债成本能否回落。**

治理手工补息有望在短时间内少许降低银行负债成本。以国有大行为例，高息

存款主要来源于企业的活期和定期存款利率偏高，阻碍了银行负债成本的调整，当前手工补息重点针对这部分存款。

**预计最早在三季度可能确认银行负债成本下降。**

二季度银行存款已经开始流向非银，后续需要等待银行负债端基本稳定，其负债成本也会逐步回落，可能最快到三季度才能见到银行存款新增规模企稳。

若下半年银行净息差确认改善，那么后续货币政策空间也降随之打开，对应到国内降息的可能性较大，考虑到降息对银行净息差的损伤，**降息的次数可能只有 1 次，或优先调降 5 年期 LPR，其次是 1 年期 LPR。与之对应的是，长端利率的空间也降打开。**

**情景三：防空转取得成效，降准、降息均可能落地，短端利率空间打开。**

**防空转的效果如何，观察指标在于 M2 增速是否与名义 GDP 增速匹配。**

上半年 M2 增速或已经与名义 GDP 相匹配。以名义 GDP 增速+2 个百分点为准，当前 4-4.5% 的名义 GDP 增速对应的合理 M2 增速或在 6-6.5%。5 月 M2 增速降至 7.0%，继续下降的空间已经不大。治理手工补息的影响可能在下半年减弱，完善统计口径也有助于 M1 增速回稳。**预计最快三季度初可能确认防空转目标完成。**

这种情况下，我们认为三季度可能进入降准或降息窗口，优先调降 OMO\MLF 利率，考虑到当前 1 年期国债收益率与 OMO 利率差距在 20BP 左右，OMO/MLF 利率可能会下调相同的幅度。与之对应的是，短端利率的空间也降打开。

**情景四：央行财政进一步协同配合，下半年降准落地，新货币政策工具也可能出炉，利率曲线变动空间有限。**

规范地方财政纪律有利于财政系统可持续健康运行，长期应通过财税体制改革、优化央地财权事权等改革的方式。

短期来说，放松隐性债务约束存在较大不确定性，**关键是短期预算内地方债加速发行和支出能否提速。**

考虑到当前货币长期流动性投放仍然依赖降准，我们认为下半年或将降准一次。此外，还有可能的情况是央行开始实施公开市场国债买卖，对冲债券发行的供给压力，这种情况下，可能不再降准，利率曲线变动空间有限。

**情景五：兼顾当前各项目标的要求不变，降息仍需等待。**

如果货币政策继续当前兼顾当前各项目标，短端和长端相当于短时间内利率

曲线的两个端点基本不动，降息的空间有限，整条曲线的弹性有限；如果对名义经济增长的预期和地方隐性债务的约束不变，曲线中间段的期限利差和信用利差有压缩空间。

## 7 风险提示

**1) 海外货币政策调整超预期。**若海外通胀反复或经济增速回升，海外央行不进入降息周期，进而对人民币汇率的压力较大，国内货币政策空间形成掣肘。

**2) 国内货币政策超预期。**若国内经济增速回升，货币政策调整的必要性降低，导致本文结论与实际情况有偏差。

## 插图目录

图 1: 人民币汇率压力较大 .....	6
图 2: 今年以来, 货币政策的多重考量 .....	6
图 3: 社融同比增速及各分项当月同比多增 .....	6
图 4: 大型银行和中小型银行贷款投放均大幅收缩 .....	6
图 5: 存款类金融机构贷款与存款同比增速差 .....	7
图 6: 全国银行资金来源同比增速 .....	7
图 7: DR007 与 OMO 政策利率偏离较小 .....	8
图 8: R007-DR007 差值 .....	8
图 9: 保险公司单日质押式回购净融出资金规模 .....	8
图 10: 国有行同业存单发行规模 .....	8
图 11: 今年以来, 10 年期国债利率下行集中在一季度 .....	9
图 12: 今年以来, 信用利差下行集中在二季度 .....	9

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026