

证券研究报告 / 宏观专题报告

本轮中国总量型货币宽松走到了哪一步？

——8月MLF及LPR降息点评

报告摘要：

8月15日央行宣布MLF与OMO利率下调10BP，超出市场预期。8月22日1年期LPR报价下降5BP，5年期LPR报价下降15BP。此次MLF降息是自去年三季度以来的本轮宽松周期的延续，其重要意义在于向市场释放当前货币政策宽松基调未改的信号，打消市场疑虑，提振信心。而LPR的非对称下降体现出央行宽信用诉求依然浓厚，但无意大水漫灌。

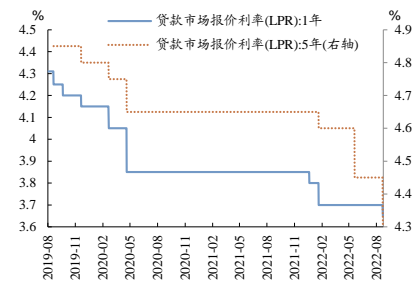
在短端利率已经偏低的背景下，为何不通过压降长端利率来宽信用，而是选择普降长短端政策利率？我们理解有两点，其一，政策表态。4月以来预期转弱成为三重压力之首，弱预期不利于政策乘数效应的实现。当前货币政策通过MLF降息释放明确的稳增长信号，后续各部委将积极跟进，8月下旬至9月上旬或将迎来一波密集政策发声期，支撑市场主体对宏观经济的预期。其二，通过降低MLF来引导LPR下降，有助于缓解银行通过压缩加点方式来下降LPR的压力。1年期LPR的5BP下降更多是随行就市，顺势而为的一种做法，对资金面和短端利率实际影响有限。5年期LPR的15BP下降，稳地产、稳经济和宽信用意味浓厚。奥密克戎反复的背景下，结合7月经济数据，我们下调2022年三季度GDP增速预测至4.6%，而全年经济增速保4%的压力显著抬升，政策端亟需积极作为，全力巩固经济回升势头。

此次降息是2021年7月以来宽松周期的延续，而就当前基本面来看，本轮宽松周期仍没有结束的理由，未来政策仍需相机决策，房地产、信贷数据及宏观经济预期能否企稳是否触发政策的关键。但需要注意的是，货币政策有效而有限，货币政策需维护资金面合理充裕，但无需大水漫灌。短期来看，当前央行已经发力充足，资金面供给较为充裕，相较于连续降息，当前更需要财政资金的落地以及各部委政策形成合力切实扩张需求。

往后看，10年期国债收益率在MLF超预期降息助推下突破前低之后，能否继续下行？我们认为较难，其在当前基本面环境下将保持低位震荡。以边际视角思考，其一，资金面，资金难以在当前基础上再进一步宽松；其二，政策面，当前政策端的推进与5月底相似，均为货币政策打响稳增长发令枪，之后各部委跟进，开始进入密集发声期，这将对宏观经济预期形成支撑；其三，经济基本面，8月主要经济大省整体疫情形势边际多有好转，同时伴随政策和资金的督导落实，8月经济较7月有进一步修复。综合来看，10年期国债收益率在突破前低之后继续下行的基本面支撑不足，后续若想进一步下行，需更为悲观的基本面信息被定价（如：若未来主要经济大省再次较大范围爆发疫情，经济复苏进度再度受阻）。但宽货币和弱修复的基调又使得债市回调空间有限，短期来看10年期国债收益率向上难以突破2.85%。

风险提示：货币政策超预期，主要经济大省疫情形势超预期。

相关数据



相关报告

《【东北宏观】欧英日通胀余温犹存，削减通胀法案意在中选》

--20220823

《【东北证券】政策落实需加码，提振预期很重要》

--20220816

《【东北宏观】特朗普住所遭FBI搜查，美国政局波诡云谲》

--20220815

《【东北宏观】五点原因，两个背离，一个结论》

--20220813

《【东北宏观】下半年通胀对货币政策基调的影响相当有限》

--20220811

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001

021-61001806 shenxf@nesc.cn

研究助理：张超越

执业证书编号：S0550121060012

021-61001801 zhangcy_7567@nesc.cn

目 录

1.	事件：8月MLF降息10BP，5年期LPR降息15BP.....	3
2.	点评：本次降息的原因及影响，未来的政策预期及利率环境.....	4
2.1.	本次MLF及LPR降息操作的原因.....	4
2.2.	本次MLF与LPR降息影响如何？.....	5
2.3.	未来总量型货币宽松是否还有进一步期待？.....	6
2.4.	本轮降息之后如何理解当前的利率环境？.....	6

图表目录

图 1:	社融与M2增速于4月和7月两次背离.....	5
图 2:	LPR报价利率.....	5
图 3:	商品房销售面积当月同比表现.....	6
图 4:	房地产开发投资完成额当月同比表现.....	6
图 5:	2022年以来股债表现.....	7
表 1:	2021年7月以来，中国央行总量型货币宽松进程.....	3
表 2:	2019年8月改革以来，共计8次LPR利率变动情况(%).....	4
表 3:	8月15日降息以来，提振预期政策组合拳.....	9

1. 事件：8月MLF降息10BP，5年期LPR降息15BP

MLF方面，2022年8月15日人民银行开展4000亿元中期借贷便利（MLF）操作（含对8月16日MLF到期的续做）和20亿元公开市场逆回购操作。中期借贷便利（MLF）操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降10个基点。此次公开市场操作中，MLF缩量2000亿符合预期，但MLF与OMO政策利率普降10BP超出市场预期。

此次降息是自去年三季度以来的本轮宽松周期的延续，其重要意义在于向市场释放当前货币政策宽松基调未改的信号，打消市场疑虑，提振信心。截至2022年8月23日，本轮总量型货币宽松开始于2021年7月，降准降息累计走出五步，累计降准125BP，MLF降息20BP，1年期LPR利率下降20BP，5年期LPR利率下降35BP。具体来看，第一步是降准，央行于2021年7月，12月分别降准；第二步是降息，2021年12月1年期LPR利率下降、2022年1月调降MLF与OMO（LPR利率同步下降）；第三步是降准，央行于2022年4月再次进行降准；第四步是降息，2022年5月5年期LPR利率单独下降；当前央行走出第五步降息，即8月15日央行超预期调降MLF利率，此次宽松周期仍在延续。

表 1：2021年7月以来，中国央行总量型货币宽松进程

	时间	存款准备金	MLF与OMO利率	1年期LPR	5年期LPR
降准	2021/07/15	下降50BP	-	-	-
	2021/12/15	下降50BP	-	-	-
降息	2021/12/20	-	-	下降5BP	-
	2022/1/17	-	下降10BP	-	-
	2022/1/20	-	-	下降10BP	下降5BP
降准	2022/4/25	下降25BP	-	-	-
降息	2022/5/20	-	-	-	下降15BP
降息	2022/8/15	-	下降10BP	-	-
	2022/8/22	-	-	下降5BP	下降15BP

数据来源：中国人民银行，东北证券

LPR方面，2022年8月22日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.65%，5年期以上LPR为4.3%。以上LPR在下次发布LPR之前有效。本轮降息中，1年期LPR下降5BP，5年期LPR下降15BP。

本轮下降之前，回顾2019年8月改革以来，三年的时间里1年期LPR共经历了6次下降，1年期LPR累计下降55BP，其中4次为伴随MLF利率下调的同步同幅度下降，2次为降准背景下银行资金成本下降而导致的加点部分下降。5年期LPR累计下降40BP，共计下降5次，其中1次为压缩加点式下降，而剩余4次均为伴随MLF利率下调的同步下降，同步下降时表现出来的特点为5年期LPR下降幅度均为1年期LPR下降幅度的一半（除2019年11月）。而此次下降是MLF基准利率下调10BP，但1年期LPR仅下降5BP，5年期LPR下降15BP，继5月5年期LPR单独下降之后的再次非对称下降体现出来央行宽信用诉求依然浓厚。

表 2: 2019 年 8 月改革以来, 共计 8 次 LPR 利率变动情况 (%)

	MLF (1 年) 利率	LPR (1 年) 利率	LPR (1 年) 加点	LPR (5 年) 利率	LPR (5 年) 加点
2022 年 8 月	2.75	3.65	0.90	4.30	1.55
2022 年 5 月	2.85	3.70	0.85	4.45	1.60
2022 年 1 月	2.85	3.70	0.85	4.60	1.75
2021 年 12 月	2.95	3.80	0.85	4.65	1.70
2020 年 4 月	2.95	3.85	0.90	4.65	1.70
2020 年 2 月	3.15	4.05	0.90	4.75	1.60
2019 年 11 月	3.25	4.15	0.90	4.80	1.55
2019 年 9 月	3.30	4.20	0.90	4.85	1.55
2019 年 8 月	3.30	4.25	0.95	4.85	1.55

数据来源: 中国人民银行, 东北证券 (标黄处为 MLF 下调引导的 LPR 下降月份)

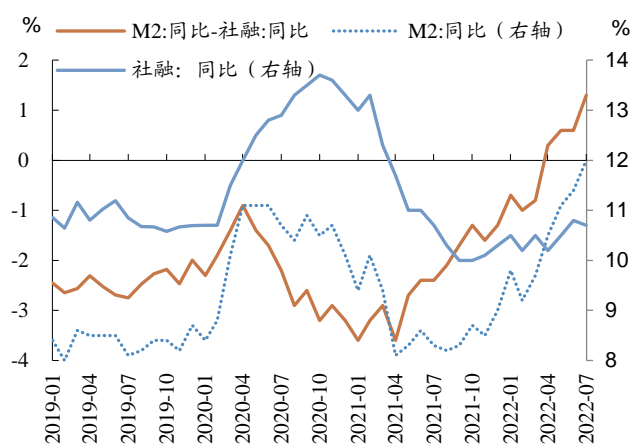
2. 点评: 本次降息的原因及影响, 未来的政策预期及利率环境

2.1. 本次 MLF 及 LPR 降息操作的原因

在资金面偏松, 短端利率偏低, 存在资金空转威胁的背景下, 我们此前预期央行总量型宽松的想象空间主要集中在 5 年期 LPR 利率, 此次央行利用 MLF 进行普降超出市场预期。但 8 月 22 日 LPR 的非对称下降还是在一定程度上吻合了我们此前的判断, 即短端政策利率下降的必要性不是很强, 而为宽信用, 长端政策利率下降幅度较大。

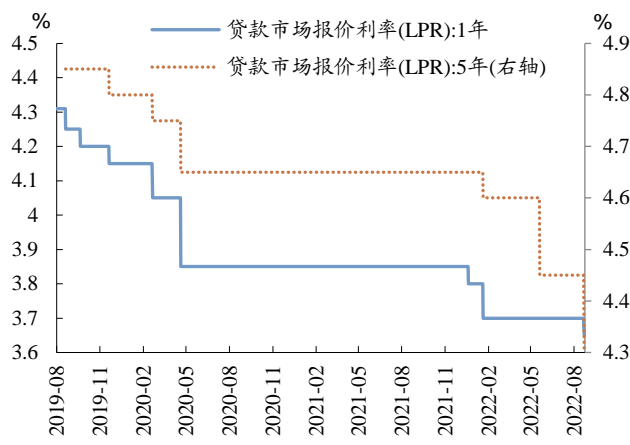
MLF 超预期降息的原因我们理解有两点, 即在短端利率已经偏低的背景下, 为何不通过压降长端利率来宽信用, 而是选择普降长短端政策利率? 其一, 政策表态。4 月以来预期转弱成为中国宏观经济面临的三重压力之首, 弱预期不利于政策乘数效应的实现。因社融与 M2 的统计范畴主要区别在于“财政投放属于 M2 但不属于社融”, 故 4 月与 7 月两次社融增速与 M2 增速的背离反映出当前政府财政投放力度较大, 但居民企业端加杠杆情绪低迷, 限制经济修复步伐, 提振预期是下半年宏观经济调控中的当务之急。当前货币政策通过 MLF 降息释放明确的稳增长信号, 后续各部委将积极跟进, 8 月下旬至 9 月上旬或将迎来一波密集政策发声期, 支撑市场主体对宏观经济的预期。其二, 为 LPR 降息创造进一步空间, 缓解银行进一步压缩加点的成本压力。

图 1: 社融与 M2 增速于 4 月和 7 月两次背离



数据来源: Wind, 东北证券

图 2: LPR 报价利率



数据来源: Wind, 东北证券

LPR 降息幅度的理解: 本次 1 年期 LPR 的下降与以往的每次和 MLF 同幅度下降的规律不同, 本次 1 年期 LPR 仅下降 5BP, 但属于情理之中, 背后反映了央行希望维护流动性的合理充裕, 但无意大水漫灌。而 5 年期 LPR 下降 15BP, 符合市场预期, 体现出央行定向宽信用的政策意图。7 月工业增加值表现疲弱, 当月同比仅 3.8%; 而社会消费品零售总额在疫情影响下当月同比也仅 2.7%; 房地产投资则持续下探, 当月同比-12.3%。奥密克戎反复的背景下, 结合 7 月经济数据, 我们下调 2022 年三季度 GDP 增速预测至 4.6%, 而全年经济增速保 4% 的压力显著抬升, 政策端亟需积极作为, 全力巩固经济回升势头。

2.2. 本次 MLF 与 LPR 降息影响如何?

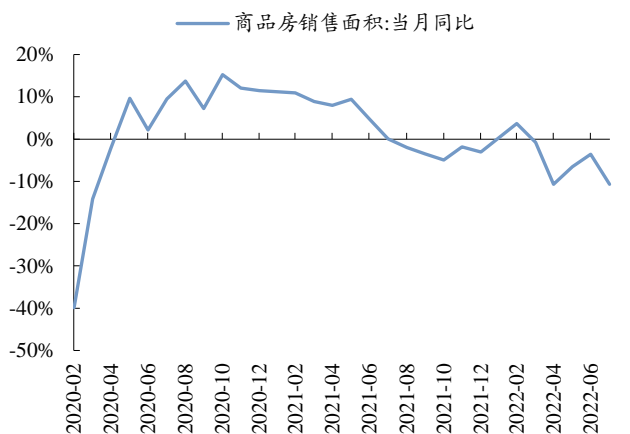
本次 MLF 降息最大的影响在于提振预期。MLF 的超预期降息, 具有较强的表态意义, 向市场释放宽松信号, 打消此前市场疑虑, 下半年稳增长仍是货币政策核心诉求。从 2022 年 4 月开始, 中国宏观经济三重压力之首已经从去年的供给冲击, 转化为预期转弱。哀莫大于心死, 预期转弱会造成财政政策的乘数效应受损, 当前提振宏观经济需尽快提振市场预期, 而超出市场预期的降息有助于贡献正向政策预期差。其次, 因为 LPR 定价为 MLF 加点形成, 故通过降低 MLF 来引导 LPR 下降, 有助于缓解银行通过压缩加点方式来下降 LPR 的压力, 也有助于进一步激发利率敏感型贷款需求, 扩大信贷规模。

1 年期 LPR 的 5BP 下降更多是随行就市, 顺势而为的一种做法, 对资金面和短端利率实际影响有限。4 月底以来, 由于财政投放等原因, 资金面已连续数月保持宽松, 短端利率保持低位已经完成实质性降息, 所以此次短端利率的正式降息对资金面的影响不大。但是其意义在于打消了大家之前对资金面的担忧, 即央行对近月宽松的资金面容忍度较高, 而这也助涨了降息之后的债市做多情绪。

5 年期 LPR 的 15BP 下降, 稳地产和宽信用意味浓厚。在政治局定调的“保交楼”和“稳民生”的政策基调下, 当前国内房地产的核心问题在于房地产行业降杠杆调结构的同时要保障房地产市场的平稳发展。7 月商品房销售面积累计同比-23.1%, 当月同比视角来看, 从 2021 年 8 月起, 近乎已经连续 11 个月保持两位数的负增长 (除去 2022 年 1-2 月为-9.6%的同比增长)。而对应着我们可以看到 2022 年国内房

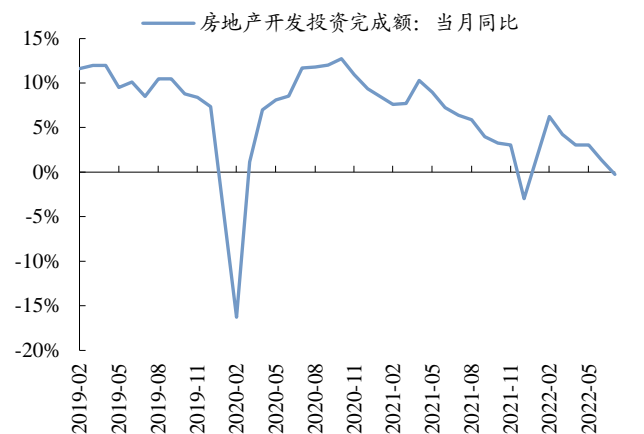
地产开发投资的三年复合当月同比增速从6月开始有较快下行，已经处于历史的低位水平。6月三年复合的当月同比从5月份的3.1%下降到1.4%，到7月继续下行，数值转负，下滑0.3%，这一较快下滑的态势对居民中长贷表现形成拖累，也并不符合房地产市场平稳发展的要求。而此次长端政策利率的再次15BP的下降将有助于激发部分利率敏感型购房者的购房需求，实现逆周期调节，帮助房地产实现平稳发展。此外，在企业端，利率的下降也在一定程度上有助于提升企业借贷需求，增加投资意愿，激发经济活力。此次长端政策利率的大幅下降也有助于为下半年社融增速找到新的接棒力量，防止政府债支撑因素过快退坡导致的社融增速下滑。

图 3: 商品房销售面积当月同比表现



数据来源: Wind, 东北证券 (为去除基数影响, 2021 年为两年复合同比, 2022 年为三年复合同比)

图 4: 房地产开发投资完成额当月同比表现



数据来源: Wind, 东北证券 (为去除基数影响, 2021 年为两年复合同比, 2022 年为三年复合同比)

2.3. 未来总量型货币宽松是否还有进一步期待?

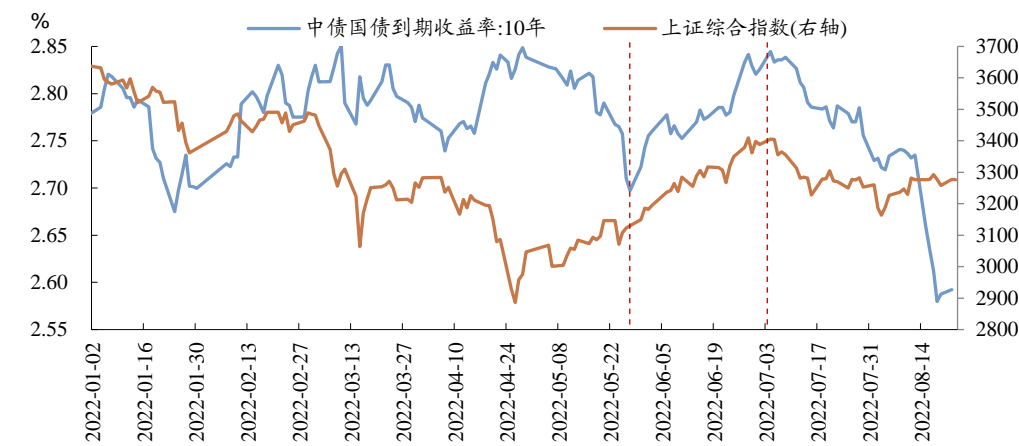
市场对 8 月 MLF 降息是否意味着开启了新一轮降息周期有所讨论, 对此我们认为此次降息并非新一轮周期的开启, 而是开始于 2021 年 7 月的本轮宽松周期的延续, 而就当前基本面来看, 本轮宽松周期仍没有结束的理由, 未来政策仍需相机决策, 房地产、信贷数据及宏观经济预期能否企稳是是否触发政策的关键。自去年 7 月起中国央行总量型货币宽松已经经历了“降准—降息—降准—降息—降息”五步走, 本轮宽松周期中, 已累计降准 125BP, 累计下降 1 年期 LPR 利率 20BP, 5 年期 LPR 利率 35BP, 未来降息仍有空间。但需要注意的是, 货币政策有效而有限, 货币政策需维护资金面合理充裕, 但无需大水漫灌。短期来看, 当前央行已经发力充足, 资金面供给较为充裕, 相较于连续降息, 当前更需要财政资金的落地以及各部委政策形成合力切实扩张需求。

2.4. 本轮降息之后如何理解当前的利率环境?

从宏观视角, 复盘 5 月以来利率环境的变化, 政策预期和基本面数据是决定长端利率表现的核心因素。5 月底, 疫情处在尾声, 经济数据还没有出现显著改善, 但当时政策层面的高频发声 (国常会, 万人经济大会等) 对宏观预期形成了较强的支撑。进入 6 月, 我们看到高层开会频率下降, 政策端对宏观经济的预期支撑回落, 但是

基本面的数据接棒了政策的支撑,包括我们看到6月社融、出口等数据表现都不错。这也导致我们看到5月底开始到6月股市情绪不错,股市涨了近一个多月,债市跌了近一个多月。但是7月开始,疫情卷土重来,同时政策发声频率较弱,一定程度上使市场对宏观经济的预期再次转弱,在宽松资金面的前提下,长端利率开始下行,10年期国债利率走出了一波10BP的债市小牛市。8月之后出口数据再超预期,利率下行进程有所放缓,10年期国债利率在2.70%-2.75%区间震荡。但8月15日的MLF超预期降息10BP,点燃债市做多情绪,10年期国债利率中枢被同步下压10BP至2.6%附近。

图 5: 2022 年以来股债表现



数据来源: Wind, 东北证券

往后看,我们认为10年期国债收益率在当前基本面环境下将保持低位震荡。当前基本面悲观预期已经打足,短期内货币政策连续进行总量宽松必要性不强,而高层政策的频繁发声和8月经济的修复使得宏观预期在边际好转,10年期国债收益率在突破前低之后继续下行的基本面支撑不足。但宽货币和弱修复的基调又使得债市回调空间有限,短期来看10年期国债收益率向上难以突破2.85%。需要注意的是,疫情形势仍是下半年的重要变量,若未来主要经济大省再次较大范围爆发疫情,经济复苏进度再度受阻,则或将推动10年期国债收益率进一步下行。

具体来看,上限方面,疫情拖累下,当前债市出现了类似宽货币+“紧信用”的宏观环境,这也决定了当前债市整体风险相对可控。我们延续此前判断,短期内10年期国债收益率向上难以突破2.85%,四季度需关注财政资金落地后实体经济回暖情况及疫情形势变化。

下限方面,利率在超预期降息影响下突破年内前低之后,若想继续下行需要更多的基本面悲观预期出现并被定价。从边际角度思考,对于未来10年期国债收益率能否继续持续下行,我们认为需要对三个问题进行思考。其一,资金面是否会在现在的基础上进一步下行?对此我们认为当前资金面已经十分宽松,DR007已经较长时间脱离政策利率,未来在季末财政支出的支撑下,资金面收敛速度或将偏慢,但是资金难以在当前基础上再进一步宽松。其二,政策面消息接下来对利率影响如何?当前政策端的推进与5月底相似,均为货币政策打响稳增长发令枪,之后各部委跟进,开始进入密集发声期,对宏观经济预期形成支撑。后续如果没有疫情反复的话,我们认为仍有可能再次看到政策端先支撑,后续基本面数据接棒的宏观表现。但是

这一切的前提是疫情没有反复，当前的最大不确定性依然是疫情。其三，未来经济是否会比现在市场的预期更加悲观？7月因疫情、高温等因素影响，服务业和工业的恢复有所放缓，叠加停贷事件影响，市场对下半年宏观经济预期明显转弱。而8月6个主要经济大省整体疫情形势边际有所好转，同时伴随政策和资金的督导落实，8月经济表现在7月基础上或将有所提升。综合来看，当前政策和宏观基本面视角来看，利率在前低基础上持续下行阻力较大，后续若想进一步突破需更为悲观的基本面预期被定价（如：房地产投资超预期下探，经济大省疫情反复等）。

表 3: 8 月 15 日降息以来, 提振预期政策组合拳

	事件	相关内容
2022/8/15	降息	MLF 操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降 10 个基点
2022/8/15	国家发展改革委党组书记、主任、推进有效投资重大项目协调机制召集人何立峰主持召开协调机制第二次会议	下一阶段要将工作重心转到落实资金投放、项目开工建设和形成更多实物工作量上来。一是进一步加快资金投放。二是进一步强化要素保障。协调机制要继续加快协调督办,各部门要落实好已出台的政策文件,加强用地、环评等要素保障。要加大项目配套贷款支持,形成资金保障合力。三是进一步加快项目开工建设。切实加快项目前期工作和开工建设,对未按期开工或者进展较慢的项目加强督促指导。尽可能多地实施以工代赈,帮助当地群众就近实现务工增收。
2022/8/16	李克强总理主持召开经济大省政府主要负责人经济形势座谈会	必须增强紧迫感,巩固经济恢复基础。要发挥中央和地方两个积极性,坚持发展是解决我国一切问题的基础和关键,深入实施稳经济一揽子政策,合理加大宏观政策力度,推进改革开放,稳就业稳物价,保持经济运行在合理区间,保障基本民生。
2022/8/17	工业和信息化部党组成员、副部长辛国斌主持召开部分省市工业经济形势分析视频会议	当前工业经济形势依然复杂严峻,企稳回升的基础还不牢固,要进一步增强责任感和紧迫感,全力巩固经济回升势头。围绕政策落实和扩大需求,在工业稳增长上下更大功夫。对照年初确定的工业增长目标,查找差距、明确举措、尽快赶上;把稳增长各项措施落到实处,持续释放政策效应;着力挖掘市场需求潜力,推动重大投资项目尽快形成实物量,引导扩大汽车、家电、绿色建材等大宗商品消费需求。
2022/8/18	国务院总理李克强主持召开国常会	部署推动降低企业融资成本和个人消费信贷成本的措施,加大金融支持实体经济力度;部署加大困难群众基本生活保障力度的举措,兜牢民生底线;确定支持养老托育服务业纾困的措施,帮扶渡过难关、恢复发展;决定延续实施新能源汽车免征车购税等政策,促进大宗消费。
2022/8/19	住房和城乡建设部、财政部、人民银行等有关部门近日出台措施,通过政策性银行专项借款方式支持已售逾期难交付住宅项目建设交付。	此次专项借款精准聚焦“保交楼、稳民生”,严格限定用于已售、逾期、难交付的住宅项目建设交付,实行封闭运行、专款专用。通过专项借款撬动、银行贷款跟进,支持已售逾期难交付住宅项目建设交付,维护购房人合法权益,维护社会稳定大局。
2022/8/22	人民银行召开部分金融机构货币信贷形势分析座谈会	我国经济延续恢复发展态势,但仍有小幅波动。当前正处于经济回稳最吃劲的节点,必须以时不我待的紧迫感,巩固经济恢复发展基础。金融系统要进一步提高政治站位,增强责任感,全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求,将党中央、国务院各项决策部署落实落细,保持经济运行在合理区间,以实际行动迎接党的二十大胜利召开。主要金融机构特别是国有大型银行要强化宏观思维,充分发挥带头和支柱作用,保持贷款总量增长的稳定性。要增加对实体经济贷款投放,进一步做好对小微企业、绿色发展、科技创新等领域的信贷支持工作。要保障房地产合理融资需求。
2022/8/23	国务院督查组分赴 19 个省(区、市)和新疆生产建设兵团开展实地督查	国务院督查组将围绕做好“六稳”工作、落实“六保”任务,聚焦稳增长、稳市场主体、稳就业保民生、保产业链供应链稳定、深化“放管服”改革优化营商环境开展督查,同时对 2021 年度中央预算执行和其他财政收支审计查出问题整改、保障粮食和能源安全、一些地方“三公”经费不减反增、全面推进乡村振兴、落实第九版防控方案措施防止层层加码等情况进行核查,推动解决政策措施落实的堵点痛点。

数据来源: 中国政府网, 中国人民银行, 东北证券

风险提示: 货币政策超预期, 主要经济大省疫情形势超预期。

研究团队简介:

沈新风: 东北证券首席宏观分析师, 上海财经大学经济学博士, 上海财经大学兼职硕士生导师。第八届 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。出版两部学术译著《内部流动性与外部流动性》(诺贝尔经济学奖得主梯若尔、霍姆斯特罗姆合著)和《行为经济学教程》。独立论文《内生家庭谈判力与婚姻匹配》发表于《经济学(季刊)》, 曾担任该刊匿名审稿人。多次在《中国证券报》、《经济参考报》、《金融市场研究》等主流金融媒体发表评论文章, 观点常被国内外主流媒体引用。华尔街见闻、陆想汇、今日头条等媒体专栏作者。

张超越: 香港城市大学金融学硕士, 对外经济贸易大学经济学学士、会计学双学士, 现任东北证券宏观组研究人员。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (总监)	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qijian@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
孙乔容若	021-61001986	19921892769	sunqr@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
康杭	021-61001986	18815275517	kangh@nesc.cn
丁园	021-61001986	19514638854	dingyuan@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17862705380	yanlin@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
张煜苑	010-58034553	13701150680	zhangyy2@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengll@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
王若舟	0755-33975865	17720152425	wangrz@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn
曲林峰	021-61002151	18717828970	qulf@nesc.cn