

【宏观快评】

降息是一种明确的“选择”

——8月15日央行降息点评

事项

8月15日，央行公开市场开展4010亿元1年期MLF和2040亿元7天期逆回购操作，中标利率分别为2.5%、1.8%，较上次分别为下降15bp和10bp。我们对此点评如下。

❖ 核心观点

- 1、降息之后，短期汇率有压力，经济修复与是否需要观察后续M1同比能否企稳回升。
- 2、降息周期是否结束需要观察工业企业利润同比能否转正，以及出口社零增速是否持续弱势。如果企业利润同比为负+出口社零增速低，四季度仍有降息可能。
- 3、降息之后，股市在两股反向力量（汇率的压力与政策的期待）之下大概率会呈现强博弈和结构性特征，债市短期对反转的担忧有所降低，长期利率仍是易下难上。
- 4、后续货币政策判断，降准仍可期，下周一五年期LPR不排除进行20bp调降的可能。

❖ 超预期降息的短期影响：汇率有压力+经济需等M1

- 1、**汇率有压力**：6月26日以来，我们捕捉到央行持续通过政策工具来努力引导汇率稳定，在此情景下依然选择降息表明当下央行货币政策更加以我为主，汇率弹性和货币政策独立性的跷跷板短期明确指向汇率弹性放开，我们提示未来一段时间汇率或存在压力，USDCNY 7.5左右是短期波动观察位。
- 2、**经济看M1**：历史规律来看，降息过后，只有M1同比明显见底修复，经济才有望开启修复周期。7月M1同比2.3%，连续3月下行。初步预计三季度M1同比大概率震荡，对应降息过后经济难言开启上行周期。

❖ 降息周期是否结束：下半年降息周期或尚未结束

- 1、**方法论**：央行降息的概率可以通过华创宏观降息概率进行跟踪摸索。历史数据来看，只要降息概率不回落，央行的降息周期就尚未结束。降息概率源自六大指标：经济增速，内生动能（出口，社零，制造业），工业企业利润同比，工业企业产能利用率，票据融资占贷款比重以及海外利率走势。
- 2、**具体提升降息概率的触发因素**：①经济增长低于年初既定目标时；②内生动能（出口，社零，制造业）增速掉档；③信贷扩张依赖票据融资；④工业企业利润同比转负；⑤工业企业产能利用率下行；⑥汇率压力。
- 3、**当下的情况**：2024年经济增长目标大概率高于4%的背景下，完成经济增长目标仍有压力，对应降息周期大概率没有终结。而短期经济评估仍是以三大部门的四大需求（居民消费，居民购房，政府支出，出口）为主。后续7月工业企业利润同比能否转正，8月社零和出口同比是否继续偏弱是重要的观察时点。如果工业企业利润同比不能如期转正，叠加出口社零仍处于低位的话，那么不排除央行四季度再度降息的可能。

❖ 降息周期对市场的影响：股市提防汇率冲击，债市利率仍有下行可能

- 1、**股票层面**：2017年以来，汇率贬值期间，A股通常会面临指数压制。短期来看，二季度美元兑人民币汇率与万得全A指数的相关性达到-0.73，相对偏高。当下市场面临两股力量——第一股力量，降息过后，如不能配合经济基本面数据的明确改善，提示提防汇率对A股带来的冲击。第二股力量，政治局相关政策预期仍有进一步落地的空间。市场在两股反向力量之下大概率会呈现强博弈和结构性特征。
- 2、**债券市场**：短期看，本次意外降息意味着央行在货币政策独立性和汇率弹性之间做出了明确选择——独立性+以内为主。此次选择或意味着宽松空间持

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

电话：010-66500887
邮箱：zhangyu3@hcyjs.com
执业编号：S0360518090001

证券分析师：文若愚

电话：010-66500868
邮箱：wenruoyu@hcyjs.com
执业编号：S0360523060002

相关研究报告

《企业补库可能需要一点耐心——7月金融数据点评》

2023-08-12

《【华创宏观】加息结束的通胀信号再确认——美国7月CPI数据点评》

2023-08-12

《【华创宏观】核心CPI如期走强——7月通胀数据点评》

2023-08-10

《【华创宏观】压力或来自于去库——7月进出口数据点评》

2023-08-09

《【华创宏观】停止加息的三个信号均已显现——美国7月非农数据点评》

2023-08-05

续打开，同时也对应债市反转的担忧有所降低。**长期看**，当下信用扩张仍以政府加杠杆为主。（2019 年居民贷款净增 7.4 万亿，政府债券净增 4.7 万亿；2022 年居民贷款净增 3.8 万亿，政府债券净增 7.1 万亿；2023 年上半年居民贷款净增 2.8 万亿，政府债券净增 3.4 万亿）。政府加杠杆的背景下，利率长期仍是易下难上。

❖ **短期货币政策的观测：降准仍可期，五年期 LPR 有 20bp 下降可能**

1、降准仍可期：降准的判断指标“对其他存款性公司债权/央行总资产”7 月取值 33.3%，较 6 月的 34.3%小幅下滑，但仍然高于 5 月的 32.4%。7 月这一比例下滑存在季节性因素，我们预计 8 月这一指标大概率趋势向上，对应三季度降准仍有期待。

2、五年期 LPR 或有大幅调降可能：LPR 利率的调整参考一年期 MLF 利率，因此对应 8 月一年期和五年期 LPR 利率调降幅度或至少在 15bp，考虑到近期房地产政策的转向，不排除对与房地产销售高度相关的五年期 LPR 调降 20bp 的可能。商业银行净息差的问题或后续通过降准等其他方式予以改善。

❖ **风险提示：**

货币政策超预期

目 录

一、超预期降息的短期影响	5
（一）汇率或有压力	5
（二）经济企稳需要观察 M1 同比修复	5
二、降息周期是否结束？	6
（一）经济增长目标：经济低于年初目标，降息概率增加	7
（二）经济结构观测：内生动能掉档，降息概率增加	7
（三）信用扩张视角：票据冲量对应央行降息概率增加	8
（四）企业盈利能力：工业企业利润同比转负，央行必降息	9
（五）供需平衡维度：票据冲量对应央行降息概率增加	9
（六）海外暂时不是掣肘，降息周期大概率没有终结	10
三、降息之后，如何关注股债影响？	10
（一）对于股票而言：提防汇率短期带来的扰动	10
（二）对于债券而言：政府加杠杆的背景下，利率易下难上	10
四、后续货币政策还有什么看点？	11
（一）降准仍可期	11
（二）5 年期 LPR 15bp 以上的调降有较大的想象空间	11

图表目录

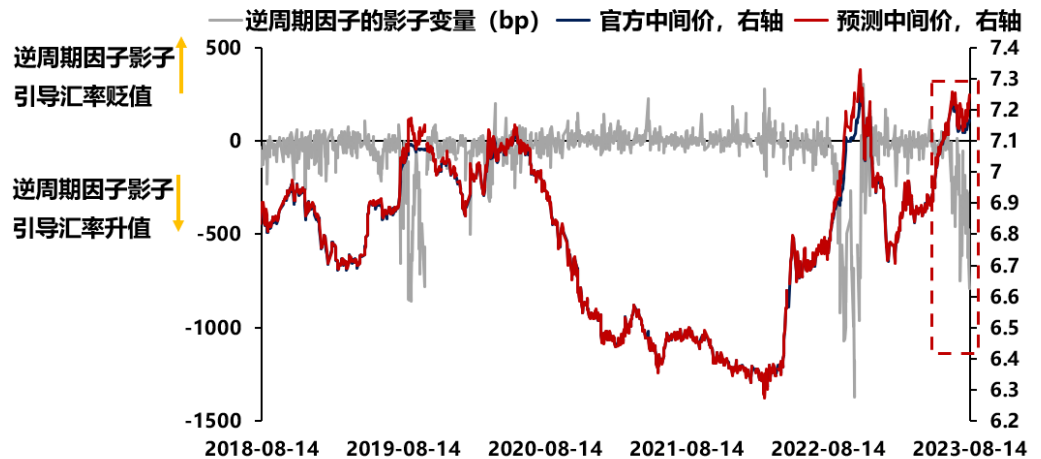
图表 1	以内为主的背景下，汇率短期或有压力	5
图表 2	降息过后，如果 M1 同比不能趋势回升，经济大概率仍然偏弱	6
图表 3	M1 领先产成品存货同比 9 个月	6
图表 4	M1 领先 PPI 同比 9 个月	6
图表 5	降息概率不回落，降息周期就尚未结束	7
图表 6	经济增长低于年初目标时，央行降息概率提升	7
图表 7	内生动能掉档，降息概率增加	8
图表 8	票据冲量对应央行降息概率增加	8
图表 9	工业企业利润同比转负，央行必降息	9
图表 10	工业企业产能利用率低于 76%且趋势回落，央行大概率持续降息	9
图表 11	2017 年以来，汇率贬值期间，股市承压	10
图表 12	相关性来看，二季度汇率与股市负相关明显	10
图表 13	政府主导加杠杆（下图蓝色区域），利率易下难上	11
图表 14	降准的判断指标仍相对较高	11
图表 15	8 月对其他存款性公司债权增量大概率向上	11

一、超预期降息的短期影响

（一）汇率或有压力

6月26日以来，我们捕捉到央行持续通过政策工具来努力引导汇率稳定，在此情景下依然选择降息表明当下央行货币政策更加以我为主，汇率弹性和货币政策独立性的跷跷板短期明确指向汇率弹性放开，我们提示未来一段时间汇率或存在压力，USDCNY 7.5左右是短期波动观察位。

图表 1 以内为主的背景下，汇率短期或有压力



资料来源：wind，华创证券测算

（二）经济企稳需要观察 M1 同比修复

降息并非触发经济企稳的条件，历史规律来看，降息过后，只有 M1 同比明显见底修复，经济才有望开启修复周期。具体来看：

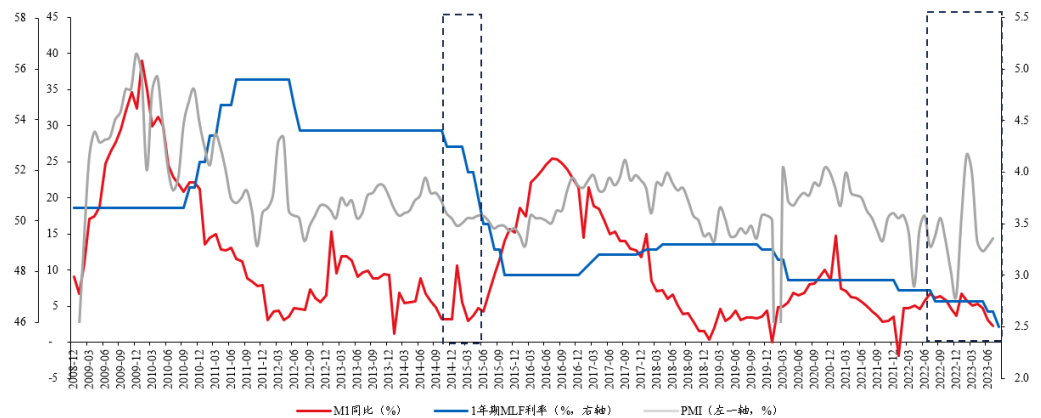
2012 年，央行 6 月、7 月两次降息，同年 4 月 M1 同比见底（3.1%），8 月之后 M1 同比趋势向上，对应 PMI 于 8 月达到阶段最低点 49.2%，9 月开始持续回升；

2014 年~2015 年，央行在 2014 年 11 月，2015 年 3 月，5 月，6 月，8 月，10 月六次降息，M1 同比 2015 年 3 月见底（2.9%），6 月开始趋势向上，对应 PMI 于 2016 年 2 月最低点（49%），2016 年 7 月开始趋势抬升；

2019 年~2020 年，2019 年 11 月，2020 年 2 月，2020 年 4 月央行三次降息，M1 同比 2019 年 7 月见底（3.1%），2020 年 3 月开始趋势性抬升。2019 年 11 月、12 月 PMI 回升至 50% 以上，后续被疫情打断，2020 年 5 月开始趋势性修复。

2022 年~2023 年，2022 年 1 月，2022 年 8 月，2023 年 6 月，2023 年 8 月央行四次降息，M1 同比持续低位震荡，剔除疫情扰动之后，PMI 大多数时间维持在 50% 以下。

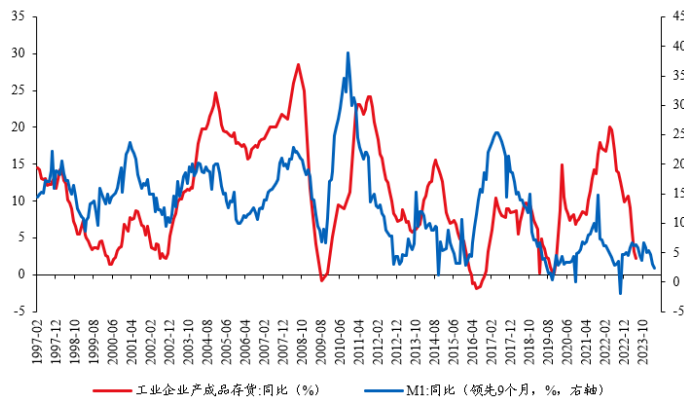
图表 2 降息过后，如果 M1 同比不能趋势回升，经济大概率仍然偏弱



资料来源: wind, 华创证券。注: 一年期 MLF 利率根据 1~3 年中长期贷款利率回溯得到, 下同。

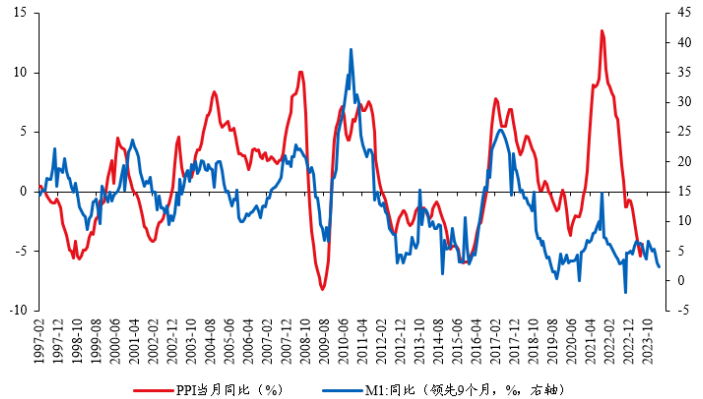
综上当下经济修复的重要观测指标是 M1 同比能否趋势抬升。结合前期报告《企业补库可能需要一点耐心》的判断, 下半年 M1 同比能否修复需要观察三大部门的四大需求指标 (居民消费, 居民购房, 政府支出, 出口) 能否趋势向上, 当下的情况是四大需求指标两强 (居民暑期出行链支撑消费, 政府支出 8 月、9 月有望发力) 两弱 (购房需求仍弱, 出口同比较低)。初步预计三季度 M1 增速或大概率低位震荡。M1 同比较低背景下, 对应年内企业开启补库周期的概率或相对较小。

图表 3 M1 领先产成品存货同比 9 个月



资料来源: wind, 华创证券

图表 4 M1 领先 PPI 同比 9 个月

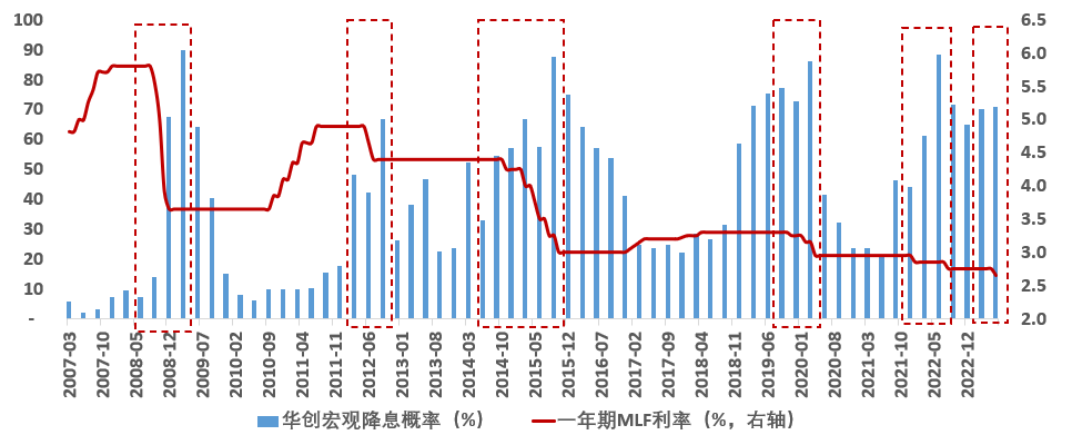


资料来源: wind, 华创证券

二、降息周期是否结束？

结合我们前期报告《降息概率的摸索》，央行降息的概率可以通过华创宏观降息概率进行跟踪摸索。历史数据来看，只要降息概率不回落，央行的降息周期就尚未结束。降息概率源自六大指标（经济增速，内生动能，工业企业利润同比，工业企业产能利用率，票据融资占贷款比重以及海外利率走势），我们具体来看：

图表 5 降息概率不回落，降息周期就尚未结束



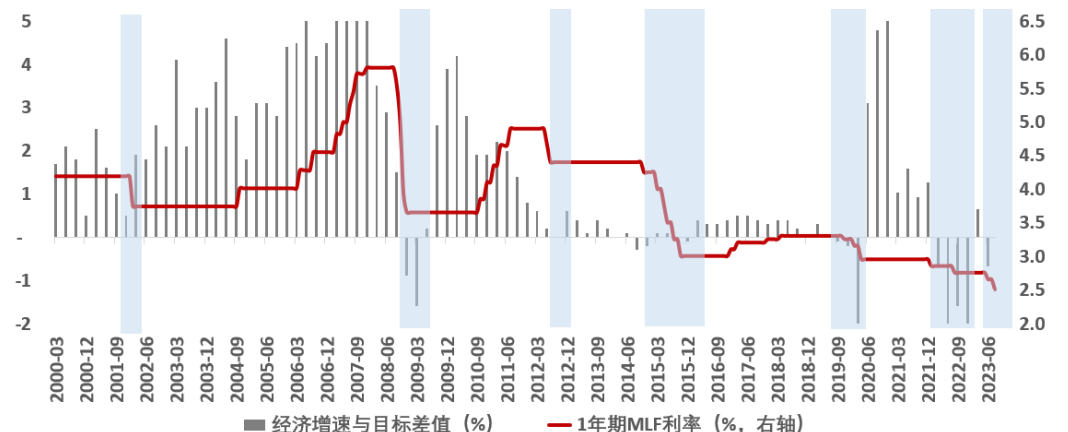
资料来源：wind，华创证券预测。注：2016 年之前的 MLF 利率根据贷款基准利率倒推得出。

（一）经济增长目标：经济低于年初目标，降息概率增加

历史规律来看，当我国的经济增长偏离年初既定目标时，央行有较大的降息可能。当下的情况是，2023 年经济增长目标 5%，对应两年平均 4%，2024 年经济增长目标大概率高于 4%（从过往来看，目标的变化是平稳过渡的，没有出现过目标增速直接降 1%的）。这对应着 2024 年经济增长目标大概率要逆势抬升。

后续跟踪指标：

图表 6 经济增长低于年初目标时，央行降息概率提升



资料来源：wind，华创证券。注：2021 年和 2023 年经济增长参考两年平均

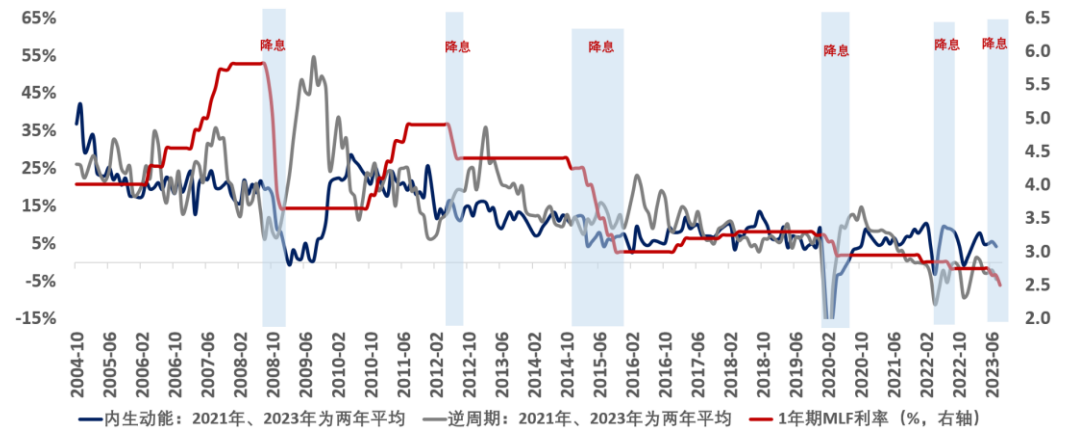
（二）经济结构观测：内生动能掉档，降息概率增加

参照前期报告《寻找看不见的增长》，我们根据政府的可干预性将需求分两类，一类是内生动能需求（政府可干预性低，占总需求比重在 6 成左右，运行数据观测商品出口、制造业投资、社零）；另一类是逆周期需求（政府可干预性强，占总需求 4 成左右。运行数据观测基建、地产销售及投资、固投其他项）。

历史规律来看，当内生动能同比明显掉档期间央行降息概率增加。当下的情况是，7月内生动能需求增速4.2%，较4月、5月的4.9%边际回落。

后续跟踪指标：如果后续内生动能同比仍然偏弱。对应从经济结构视角观测降息窗口尚未终结。

图表 7 内生动能掉档，降息概率增加



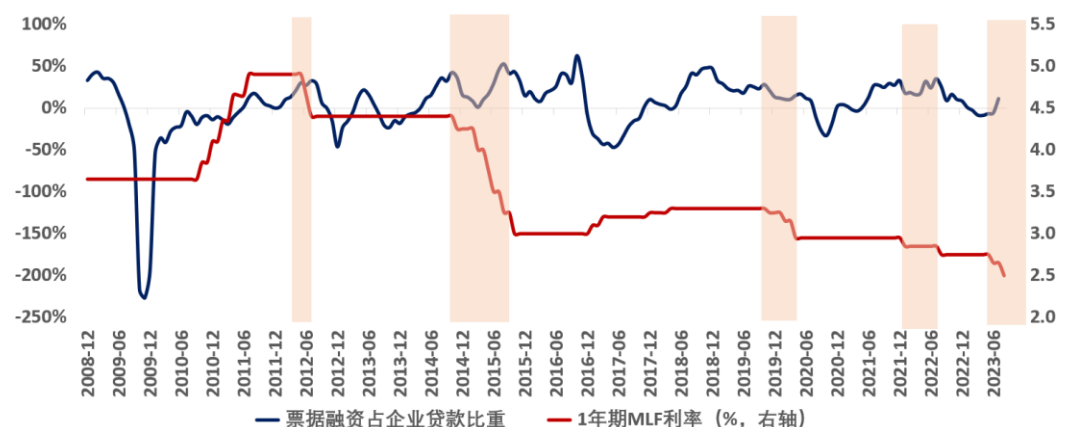
资料来源：wind，华创证券。

（三）信用扩张视角：票据冲量对应央行降息概率增加

历史规律来看，当信用扩张出现困境的时候，对应信贷以票据冲量为主，对应央行降息概率提升。当下的情况是，7月投向企业的人民币贷款+信托+委贷净增长2762亿，票据融资净增长3597亿，企业信贷扩张当下主要以票据融资为主。

后续跟踪指标：如果后续票据融资占企业贷款+信托+委贷的比重继续抬升，对应信贷视角的降息窗口尚未终结。

图表 8 票据冲量对应央行降息概率增加



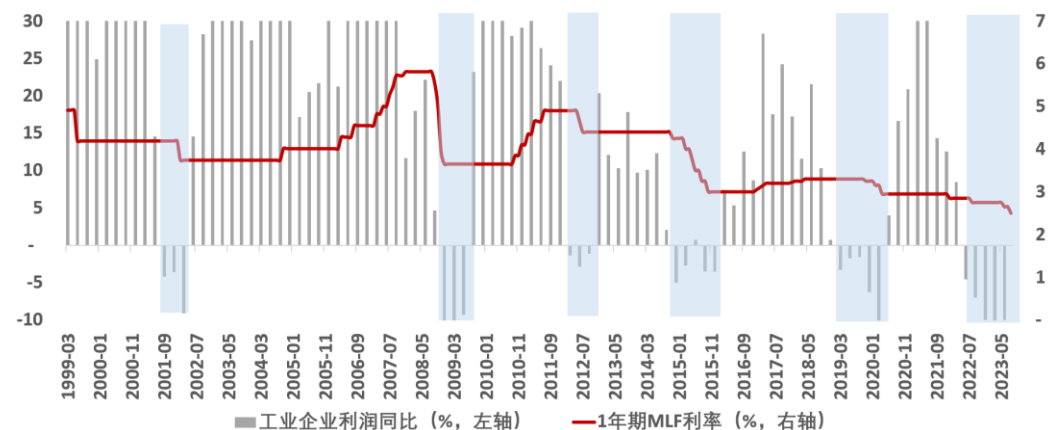
资料来源：wind，华创证券

（四）企业盈利能力：工业企业利润同比转负，央行必降息

历史规律来看，工业企业利润同比为负，央行必然降息。当下的情况是，6 月规模以上工业企业利润同比增长-8.4%，5 月为-12.4%。

后续跟踪指标：如果工业企业利润同比持续为负，对应利润视角下，降息窗口可能尚未终结。

图表 9 工业企业利润同比转负，央行必降息



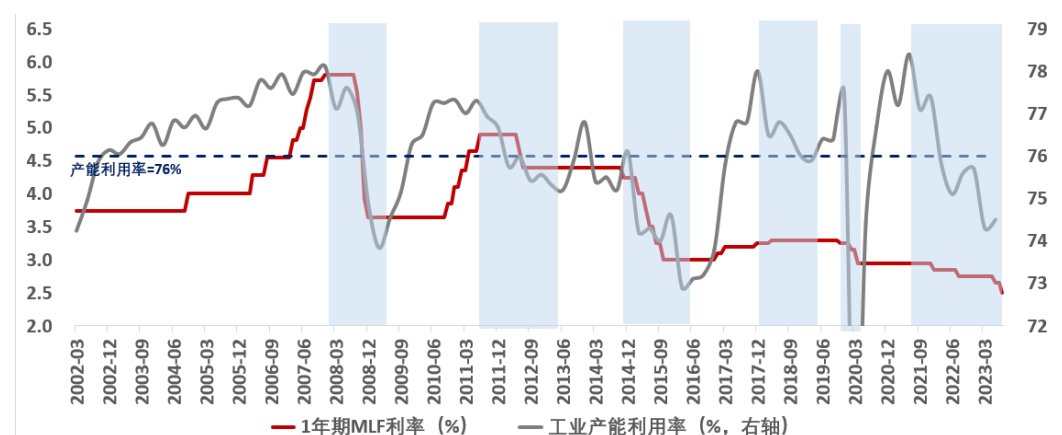
资料来源：wind，华创证券

（五）供需平衡维度：票据冲量对应央行降息概率增加

历史规律来看，当工业企业产能利用率低于 76%且趋势回落的情景下，央行降息概率抬升。当下的情况是，二季度工业企业产能利用率 74.5%，虽然较 2023 年一季度小幅回升，但仍明显低于 2021 年和 2022 年。

后续跟踪指标：如果工业企业产能利用率仍在震荡下行，对应供需平衡维度的视角下，降息窗口尚未终结。

图表 10 工业企业产能利用率低于 76%且趋势回落，央行大概率持续降息



资料来源：wind，华创证券。注：2013 年之前产能利用率根据央行“设备能力利用水平”推测

（六）海外暂时不是掣肘，降息周期大概率没有终结

历史规律来看，央行降息大多发生在全球利率回落期间，而一旦全球利率抬升，央行通常保持相对谨慎。考虑到当下央行已经选择“以内为主”，我们提示一旦上述五大因素持续指向降息，对应海外利率抬升短期不形成货币政策的较大掣肘。

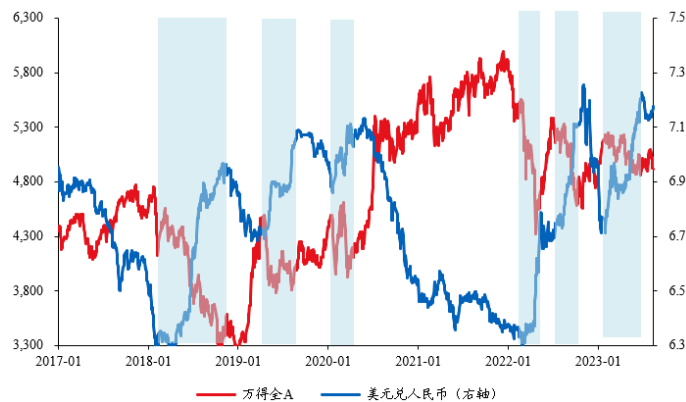
展望未来，2024 年经济增长目标大概率高于 4% 的背景下，完成经济增长目标仍有压力，对应降息周期大概率没有终结。而短期经济评估仍是以三大部门的四大需求（居民消费，居民购房，政府支出，出口）为主。后续 7 月工业企业利润同比能否转正，8 月社零和出口同比是否继续偏弱是重要的观察时点。如果工业企业利润同比不能如期转正，叠加出口社零仍处于低位的话，那么不排除央行四季度再度降息的可能。

三、降息之后，如何关注股债影响？

（一）对于股票而言：提防汇率短期带来的扰动

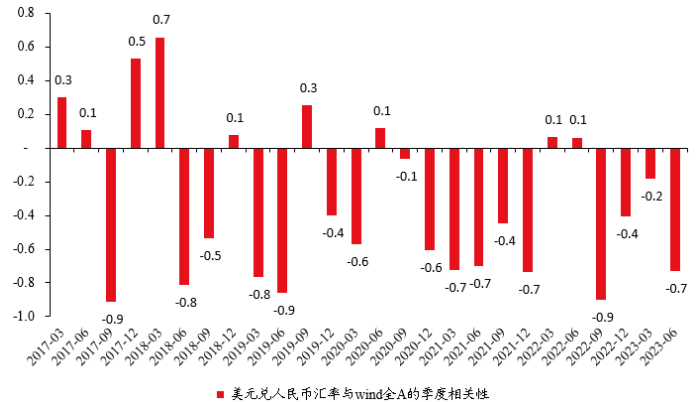
2017 年以来，汇率贬值期间，A 股通常会面临指数压制。短期来看，二季度美元兑人民币汇率与万得全 A 指数的相关性达到 -0.73，相对偏高。当下市场面临两股力量——第一股力量，降息过后，如不能配合经济基本面数据的明确改善，提示提防汇率对 A 股带来的冲击。第二股力量，政治局相关政策预期仍有进一步落地的空间。市场在两股反向力量之下大概率会呈现强博弈和结构性特征。

图表 11 2017 年以来，汇率贬值期间，股市承压



资料来源：wind，华创证券

图表 12 相关性来看，二季度汇率与股市负相关明显



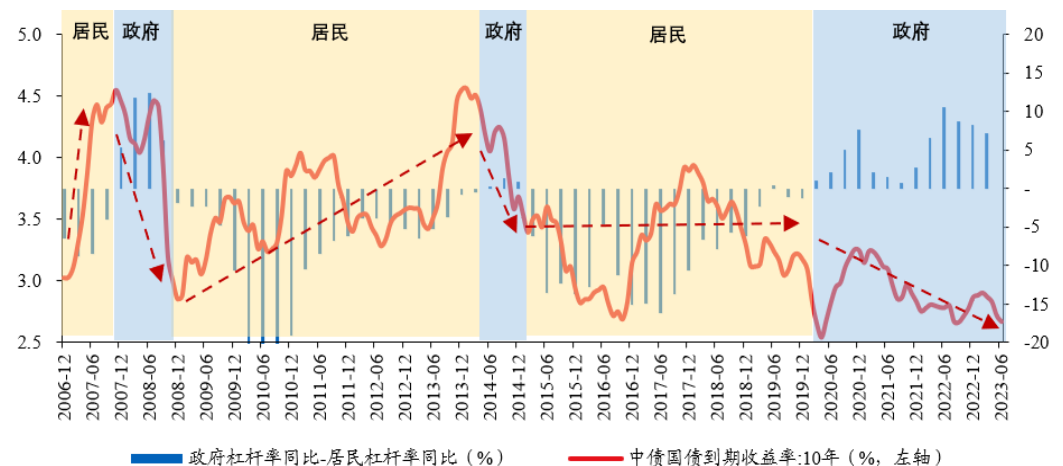
资料来源：wind，华创证券

（二）对于债券而言：政府加杠杆的背景下，利率易下难上

短期看，本次意外降息意味着央行在货币政策独立性和汇率弹性之间做出了明确选择——独立性+以内为主。此次选择或意味着宽松空间持续打开，同时也对应债市反转的担忧有所降低。

长期看，当下信用扩张仍以政府加杠杆为主。（2019 年居民贷款净增 7.4 万亿，政府债券净增 4.7 万亿；2022 年居民贷款净增 3.8 万亿，政府债券净增 7.1 万亿；2023 年上半年居民贷款净增 2.8 万亿，政府债券净增 3.4 万亿）。政府加杠杆的背景下，利率长期仍是易下难上。

图表 13 政府主导加杠杆（下图蓝色区域），利率易下难上



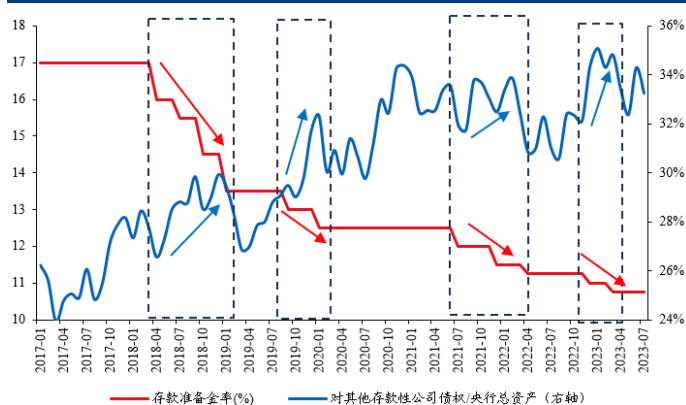
资料来源: wind, 华创证券

四、后续货币政策还有什么看点？

（一）降准仍可期

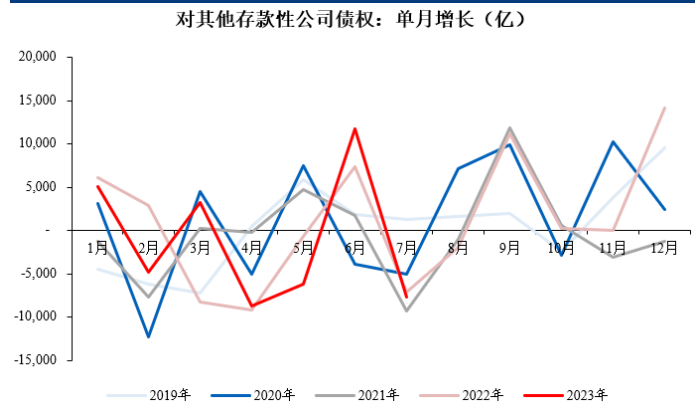
结合央行最新公布资产负债表数据来看，降准的判断指标“对其他存款性公司债权/央行总资产”7月取值33.3%，较6月的34.3%小幅下滑，但仍然高于5月的32.4%。7月这一比例下滑存在季节性因素，我们预计8月这一指标大概率趋势向上，对应三季度降准仍有期待。

图表 14 降准的判断指标仍相对较高



资料来源: wind, 华创证券

图表 15 8月对其他存款性公司债权增量大概率向上



资料来源: wind, 华创证券

（二）5年期 LPR 15bp 以上的调降有较大的想象空间

值得关注的是，本次央行的降息采用了非对称的形式。其中一年期 MLF 利率降息 15bp，OMO 7 天利率降 10bp。后续 8 月 21 日，LPR 利率的调整参考一年期 MLF 利率，因此对应 21 日大概率一年期和五年期 LPR 利率调降幅度至少在 15bp，考虑到近期房地产政策的转向，不排除对与房地产销售高度相关的五年期 LPR 调降 20bp 的可能。商业银行净息差的问题或后续通过降准等其他方式予以改善。

宏观组团队介绍

研究所副所长、首席宏观分析师：张瑜

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、Wind 金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

副组长、高级分析师：陆银波

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。中国人民大学汉青研究院数量经济学硕士研究生，统计学院数学与经济学双学士学位，CPA，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于中信证券股权衍生品部、另类投资部，主要负责可转债研究及大类资产配置，具有六年证券从业经历。凤凰卫视、第一财经等特约连线评论员，对外经济贸易大学特聘讲师。作为核心成员，连续两年获得资本市场多个奖项，包括 2020-2022 年新财富最佳分析师等。

高级研究员：文若愚

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。美国得克萨斯大学达拉斯分校硕士，2021 年加入华创证券研究所。具有四年宏观研究经验，曾任职于华融证券，长江证券，期间多次在国内金融市场研究，北大金融评论，中国货币市场等学术期刊发表研究文章。作为团队成员获得“远见杯”中国经济，全球市场预测双冠军。2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：高拓

研究方向：财政政策。麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：殷雯卿

研究方向：海外宏观与大类资产。中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：付春生

研究方向：全球通胀和海外经济。中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所，具有 3 年宏观研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

助理研究员：李星宇

研究方向：大类资产。清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：夏雪

研究方向：海外宏观。中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：袁玲玲

研究方向：政策研究。 南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：韩港

研究方向：国内基本面。 南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
	张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;

推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;

中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;

回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;

中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;

回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522