

要不要担心四季度？

利率债市场周报（2018-09-24）

证券研究报告

2018 年 09 月 24 日

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

高志刚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100007
gaozhigang@tfzq.com

陈宝林 联系人
chenbaolin@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：美国加息，中国怎么办？-海内外联动专题》 2018-09-20
- 2 《固定收益：融资担保：谁在管？怎么管？-融资担保专题研究之一》 2018-09-18
- 3 《固定收益：继续支持资产证券化去杠杆 - 资产证券化市场周报（2018-09-16）》 2018-09-16

策略展望：

基本面下行压力或有加大，政策重心关注稳增长，监管压力难有扰动，在通胀压力可控，货币政策保有独立性的背景下，四季度债券市场完全可以期待，至少进一步熊平的概率并不高。资金面在四季度预计整体可以维持平稳，R007 继续稳定在 2.7%左右，长端利率上限明确，十年国债 3.65%是比较可控的上限位置。

市场与经济回顾

二级市场：伴随资金面边际收紧、基建投资预期升温、地方债持续放量、美联储加息等因素的发酵，虽然央行投放 MLF 以及降准预期增强，但全周债券收益率整体明显上行。全周来看，10 年期国债收益率上行 4BP 至 3.68%，10 年国开债收益率上行 3BP 至 4.27%。1 年与 10 年国债期限利差收窄 12BP 至 65BP，1 年与 10 年国开债期限利差扩大 3BP 至 117BP。

资金利率：央行 OMO 和 MLF 操作大量投放资金，但受税期、地方债大量发行等因素影响，资金面边际有所收紧，下半周资金面逐渐转松。银行间隔夜回购利率上行 4BP 至 2.51%，7 天回购利率上行 2BP 至 2.64%；上交所质押式回购 GC001 上行 60BP 至 3.07%；香港 CNH Hibor 隔夜利率上行 232BP 至 4.56%；香港 CNH Hibor7 天利率上行 128BP 至 4.65%。

实体观察：30 大中城市（9.15-9.21）商品房合计成交 362 万平方米，四周移动平均成交面积同比上涨 8.5%；南华工业品指数 2186.46 点，同比上升 8.03%；六大发电集团日均耗煤 60.78 万吨，同比上升 0.85%；全国普通 42.5 级散装水泥均价为 439.60 元/吨，环比上涨 0.27%；9 月上旬，全国重点企业粗钢日均产量同比增长 5.6%；上周螺纹钢价格上涨 45 元/吨，热轧板卷价格上涨 30 元/吨。

通胀观察：上周，农产品批发价格 200 指数环比上涨 0.77%，22 省市猪肉平均价环比下降 1.03%。

风险提示：经济走势超预期，通胀抬头。



内容目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 1. 市场点评与展望 | 5 |
| 1.1. 策略展望: | 5 |
| 1.2. 市场点评: 资金先紧后松, 长端利率整体上行 | 16 |
| 2. 一级市场 | 17 |
| 3. 二级市场 | 18 |
| 4. 资金利率 | 19 |
| 5. 实体观察 | 20 |
| 5.1. 中观行业数据 | 20 |
| 5.2. 通胀观察 | 21 |
| 6. 国债期货: 国债期货价格整体下跌 | 21 |
| 7. 利率互换: 长端利率明显上行 | 22 |
| 8. 外汇走势: 美元指数继续下行 | 22 |
| 9. 大宗商品: 原油价格高位波动 | 23 |
| 10. 海外债市: 美债收益率大幅上行 | 23 |

图表目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 图 1: 2010 年以来四季度利率走势 | 5 |
| 图 2: 2017 年利率走势 | 5 |
| 图 3: 基本面数据有韧性 | 6 |
| 图 4: 金融数据稳中有升 | 6 |
| 图 5: 美债收益率上行 | 6 |
| 图 6: 三季度经济数据开始修复 | 7 |
| 图 7: 经济连续三个季度实现 6.7% 的平稳增长 | 7 |
| 图 8: 央行操作 “锁短放长” | 8 |
| 图 9: 资金紧张主要存在于非银机构 | 8 |
| 图 10: 2015 年市场利率走势 | 8 |
| 图 11: 工业品通缩加剧 | 8 |
| 图 12: 固定资产投资和工业增加值增速下行 | 8 |
| 图 13: 美联储加息后美债出现上涨 | 9 |
| 图 14: 央行投放 MLF 对冲外汇占款下降 | 9 |
| 图 15: IPO 再度重启 | 9 |
| 图 16: 2014 年市场利率走势 | 10 |
| 图 17: 基本面超预期下行 | 10 |
| 图 18: 7 月信贷数据大幅走低 | 10 |
| 图 19: 美元指数大幅上行 | 11 |
| 图 20: 外汇占款转向负增长 | 11 |
| 图 21: 2014 年四季度股市升温 | 11 |

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

| | |
|---|----|
| 图 22: 2013 年市场利率走势 | 12 |
| 图 23: 基本面数据企稳 | 12 |
| 图 24: 经济有所转暖但仍面临下行压力 | 12 |
| 图 25: 2013 年上半年社融快速膨胀 | 13 |
| 图 26: 央行货币净投放 | 13 |
| 图 27: 2012 年市场利率走势 | 13 |
| 图 28: 三季度以来基本面数据有所改善 | 13 |
| 图 29: 12 年基建投资明显发力 | 13 |
| 图 30: VIX 恐慌指数 | 14 |
| 图 31: 2010 年市场利率走势 | 14 |
| 图 32: 8 月以来经济数据明显改善, 通胀显著抬头 | 15 |
| 图 33: 存款准备金率与存款基准利率 | 15 |
| 图 34: 基本面数据并未明显改善 | 16 |
| 图 35: 投资、消费数据仍面临压力 | 16 |
| 图 36: 10 年期国债收益率上行 4BP 至 3.68% | 18 |
| 图 37: 10 年国开债收益率上行 3BP 至 4.27% | 18 |
| 图 38: 1 年与 10 年国债期限利差收窄 12BP 至 65BP | 18 |
| 图 39: 1 年与 10 年国开债期限利差扩大 3BP 至 117BP | 18 |
| 图 40: 银行间国债日均成交 1101 亿元 | 18 |
| 图 41: 银行间金融债日均成交 2692 亿元 | 18 |
| 图 42: 银行间存款类机构质押式回购规模 | 19 |
| 图 43: 上证所新质押式国债回购规模 | 19 |
| 图 44: CNH Hibor 利率日度变化 | 20 |
| 图 45: CNH Hibor 利率与 DR007 利率变化对比 | 20 |
| 图 46: 十大城市商品房存销比 | 20 |
| 图 47: 上周商品房合计成交 362 万平方米 | 20 |
| 图 48: 南华工业品指数 | 21 |
| 图 49: 六大发电集团日均耗煤 | 21 |
| 图 50: 上周水泥价格环比上涨 0.27 % | 21 |
| 图 51: 上周螺纹钢价格上涨 45 元/吨, 热轧板卷价格上涨 30 元/吨 | 21 |
| 图 52: 农产品批发价格 200 指数 | 21 |
| 图 53: 22 省市猪肉平均价 | 21 |
| 图 54: 人民币对美元汇率 | 22 |
| 图 55: 美元指数 | 22 |
| 图 56: 美元兑人民币 NDF 和 CNH | 22 |
| 图 57: 美元与主要货币汇率 | 22 |
| 图 58: 大宗商品价格指数 | 23 |
| 图 59: 原油价格 | 23 |
| 图 60: 铜和铝价格 | 23 |
| 图 61: 铁矿石价格 | 23 |
| 图 62: 大豆现货价格和期货价格 | 23 |

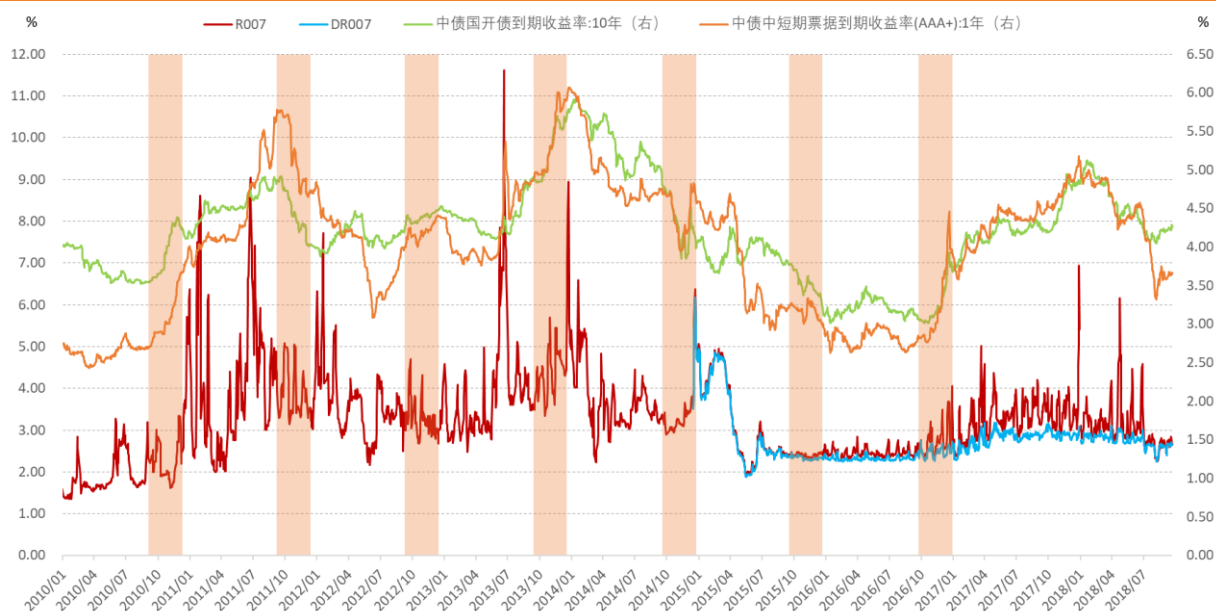
| | |
|---|----|
| 图 63: 天然橡胶期货价格 | 23 |
| 图 64: 美国 10 年期国债收益率 | 24 |
| 图 65: 德国 10 年期国债收益率 | 24 |
| 图 66: 意大利 10 年期国债收益率 | 24 |
| 图 67: 日本 10 年期国债收益率 | 24 |
| 表 1: 融资需求上升 | 15 |
| 表 2: 下周已披露发行计划利率债概况 | 17 |
| 表 3: 银行间市场质押式回购利率周变化 | 19 |
| 表 4: 上证所新质押式国债回购利率周变化 | 19 |
| 表 5: 香港 CNH Hibor 利率周变化 | 19 |
| 表 6: 未来一个月公开市场到期情况（投放为正，回笼为负，单位：亿元） | 20 |
| 表 7: 国债期货一周主要数据变动 | 22 |
| 表 8: 银行间回购定盘利率互换一周数据变动 | 22 |

1. 市场点评与展望

1.1. 策略展望：

路演中，市场始终担心四季度之变，仿佛四季度是一个很不友好的时间窗口。我们对 2010 年以来四季度资金面和债券利率走势进行简要回顾，以期对未来判断提供借鉴。

图 1：2010 年以来四季度利率走势

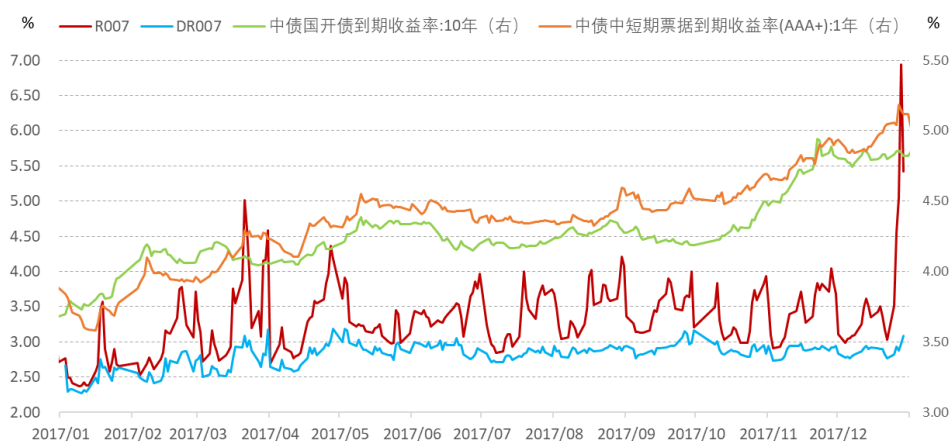


资料来源：Wind，天风证券研究所

2017 年四季度：监管因素全面发酵致跨年利率整体大幅走高

在金融监管、海外债市收益率上升等多重因素作用下，四季度债市迎来又一波下跌，资金利率特别是 R007 年底快速上行。

图 2：2017 年利率走势

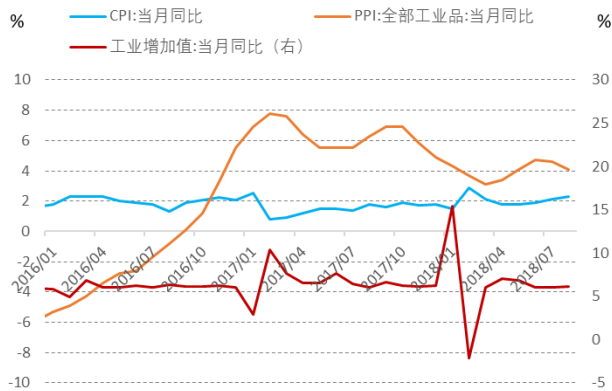


资料来源：Wind，天风证券研究所

基本面：

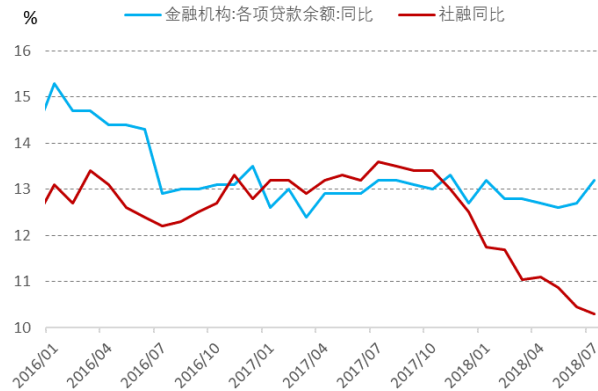
经济数据整体总体较为稳定，受监管因素影响社融和广义信贷数据开始大幅下行，但还未辐射至基本面，工业品通胀压力无显著缓解。

图 3：基本面数据有韧性



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：金融数据稳中有升



资料来源：Wind，天风证券研究所

宏观调控政策：

政策总体聚焦于严监管、去杠杆、防风险。2017 年年中政治局会议继续强调“坚定不移抓好供给侧结构性改革，妥善化解重大风险隐患”，十九大报告提出“今后 3 年要重点抓好决胜全面建成小康社会的防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战。”货币政策继续稳健中性，即使有 12 月降准信号，但并无显著的政策缓和迹象。

监管政策：

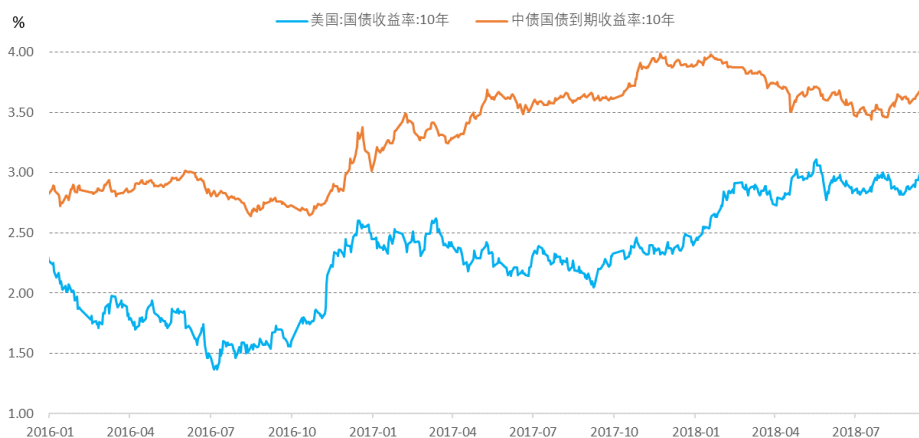
上半年银监会发起“三三四十”自查风暴，11 月 17 日一行三会、外管局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿），明确要求打破刚兑、统一监管，禁止资金池和期限错配，以银行理财为代表的资管产品面临严格监管。

8 月 31 日出台的《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》对公募基金特别是货币基金的流动性管理提出了更高要求，重点约束高集中度货基，同时摊余成本法货基规模，并对货基投资管理、交易对手风险防范进行了规范。

11 月 22 日银监会发布《关于规范银信类业务的通知》，进一步封堵银信通道业务；12 月 6 日发布《商业银行流动性风险管理办法（修订征求意见稿）》。

外围：随着经济复苏明确，主要发达经济体货币政策趋向正常化，美联储年内三次加息并开启缩表计划，美债收益率自 9 月开始大幅上行。

图 5：美债收益率上行



资料来源：Wind，天风证券研究所

流动性环境：三季度以后，受公募基金流动性新规、商业银行流动性管理办法、MPA 考核等因素叠加年底监管压力增强，加大跨年资金紧张，非银机构再度踩踏导致年底资金利率特别是 R007 大幅上行。

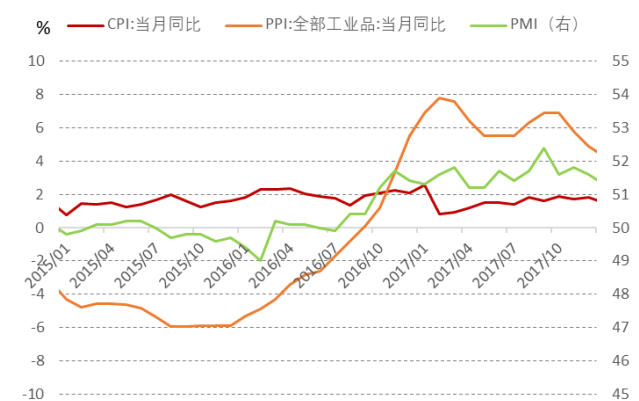
www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

2016 年四季度：政策重心切换市场猝不及防踩踏

基本面企稳背景下高层开始着力去杠杆，叠加信用危机、年关因素、美联储加息，而市场机构前期持续高杠杆运行完全忽视潜在政策风险，踩踏行为进一步引发债市剧烈调整，资金利率和长端利率均大幅上行。

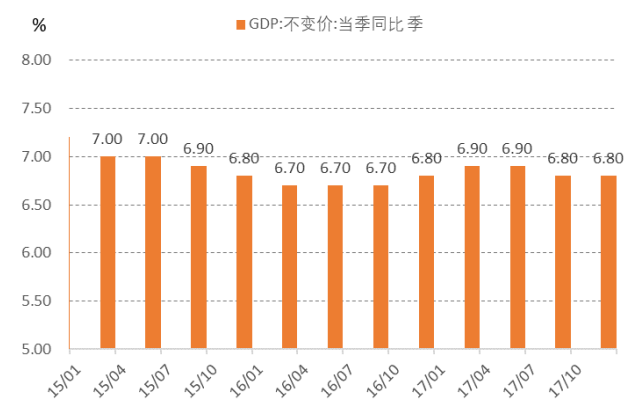
经济基本面：得益于房地产去库存政策和较高的基建投资，三季度经济大部分经济数据开始修复，高层确认宏观经济基本企稳。与此同时，PPI 为代表通缩压力退去，通胀压力显著回升。

图 6：三季度经济数据开始修复



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：经济连续三个季度实现 6.7% 的平稳增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

宏观调控政策：转向抑制资产泡沫、防范经济金融风险

7 月底政治局会议提出“抑制资产泡沫”，10 月底政治局会议强调“坚持实施稳健货币政策，注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险”，抑制资产泡沫和防范金融风险成为监管层关注的重点。

监管政策：8 月份开始监管层开始着力去杠杆，进入年底力度不断加大；同时 2016 年 MPA 正式推出对银行监管加强；

央行二季度和三季度报告进一步强调“抑制资产泡沫”、“防范经济金融风险”，政策重心转向“调结构、主动去杠杆、主动防泡沫”。10 月底央行向部分银行下发《关于将表外理财业务纳入“广义信贷”测算的通知》，12 月央行宣布 17 年 1 季度正式将表外理财纳入广义信贷范围。表外理财压缩使得债市资金面持续承压。

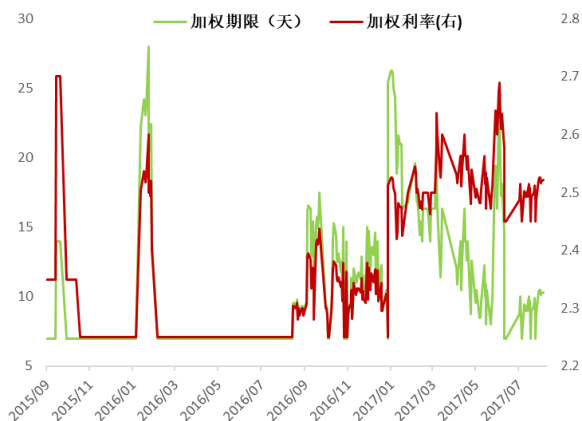
外围：英国脱欧冲击退潮，特朗普当选大超市场预期，全球风险偏好有所回归，叠加 12 月美联储加息，美债迅速走高，直接利空国内债市。

流动性环境：去杠杆背景下央行操作“锁短放长”。8 月 24 日重启 14 天逆回购，随后又重启 28 天逆回购，同时暂停 3 个月 MLF 操作，增加 6 个月和 1 年期资金投放。

信用事件频发加剧流动性危机：中城建违约、国海事件引发的信用危机进一步成为债市大跌的催化剂。由于前期高杠杆下非理性扩张，债市调整过程中机构赎回踩踏，进一步加剧了债市波动。

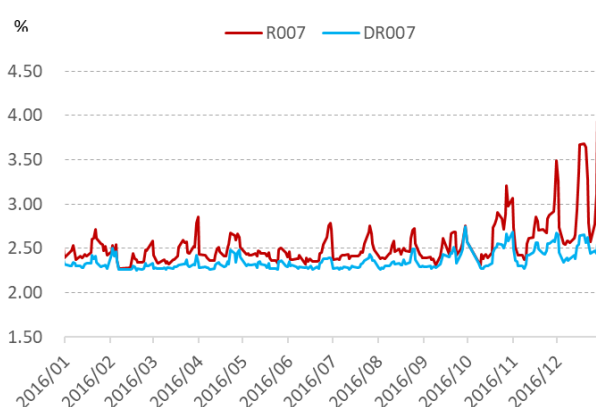
在利率走廊机制管理下，DR007 波动幅度相对可控，但 R007 出现了较大幅度的上涨，同时一年期 AAA 短融利率直接飙升，反映市场资金极度紧张。

图 8：央行操作“锁短放长”



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：资金紧张主要存在于非银机构

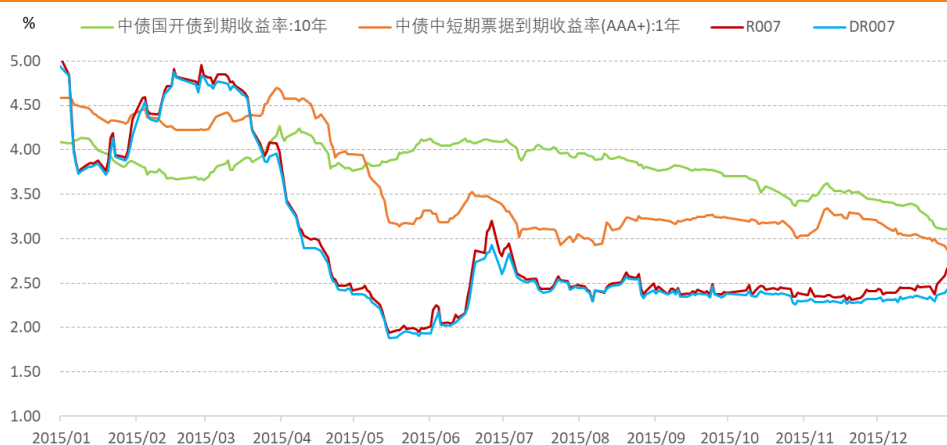


资料来源：Wind，天风证券研究所

2015 年四季度：典型宽松周期、利率整体牛平

基本面走弱和政策宽松，长端利率整体下行，资金利率整体平稳，仅在年尾出现短暂小幅走高。

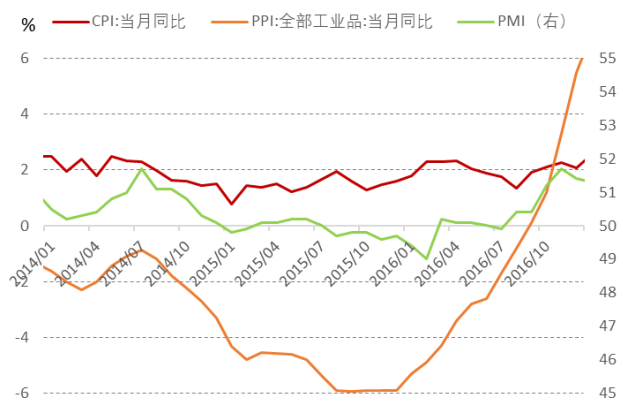
图 10：2015 年市场利率走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

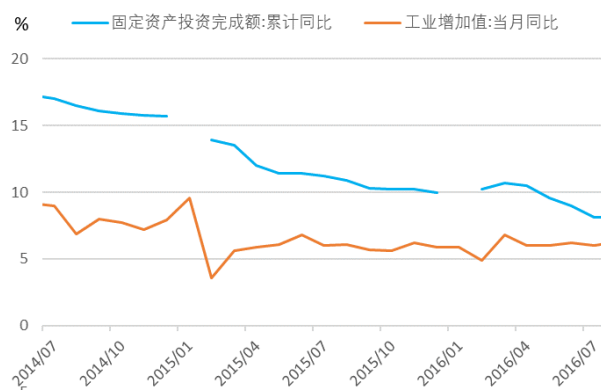
基本面：经济延续前期下行趋势，工业增加值、固定资产投资增速均显著回落，经济增长预期低迷，全球大宗商品普跌下国内 PPI 连创新低、CPI 低位徘徊，工业品通缩压力加剧。

图 11：工业品通缩加剧



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：固定资产投资和工业增加值增速下行



资料来源：Wind，天风证券研究所

宏观调控政策：2014 年中央经济工作会议和中央政治局会议提出“适应新常态”，“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要加力提效，货币政策要更加注重松

紧适度”，稳增长提为首要任务。2015 年 7 月举行的经济形势座谈会上，总理强调“确保经济运行在合理区间，实现增长、物价、就业、收入、环保多重目标协调发展。”7 月政治局会议指出“把保障就业放在突出位置”，而 4 月会议则是“就业形势稳定”的表述。稳增长、稳就业的压力加大。

外围：9 月下旬至 10 月上旬一系列风险事件（嘉能可危机、新兴市场货币危机担忧等）导致避险情绪升温，国内长债利率有所下行；12 月美联储加息落地，但美债、国债收益率均出现下行。

图 13：美联储加息后美债出现上涨



资料来源：Wind，天风证券研究所

流动性环境：

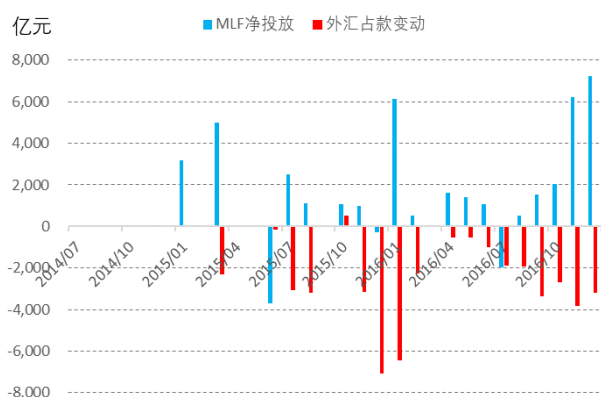
尽管外汇占款大幅下降，但经过前期宽松银行体系资金整体充裕，央行也通过 MLF 等积极投放流动性进行对冲。

“811 汇改”松绑了利率政策，8 月 25 日央行再次宣布降准降息，并下调公开市场操作利率，货币政策进一步宽松。

同时央行引入利率走廊管理机制，资金利率在四季度整体平稳，仅在年底有所上行。

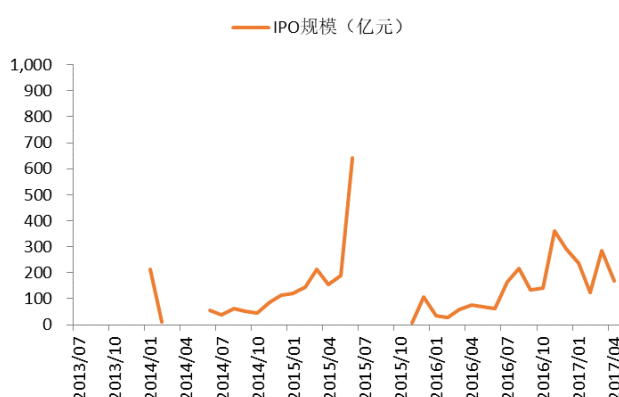
10 月 IPO 重启、市场传言易纲副行长透露“央行正在关注债券市场的杠杆水平”以及美联储加息预期强化，仅对债券市场造成了短暂冲击。

图 14：央行投放 MLF 对冲外汇占款下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：IPO 再度重启

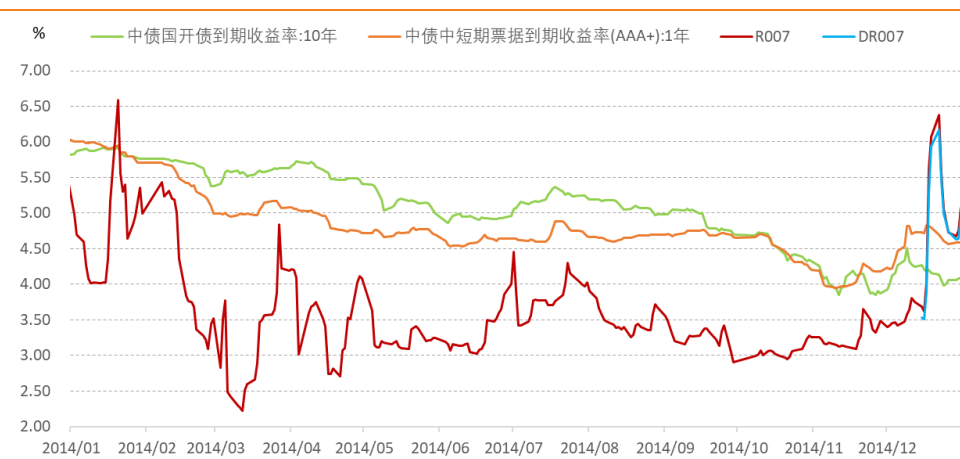


资料来源：Wind，天风证券研究所

2014 年四季度：权益挤出和监管事件导致牛平中断

经济下行、政策放松带动利率整体下行，但股市扰动、中证登事件导致利率阶段性冲高。

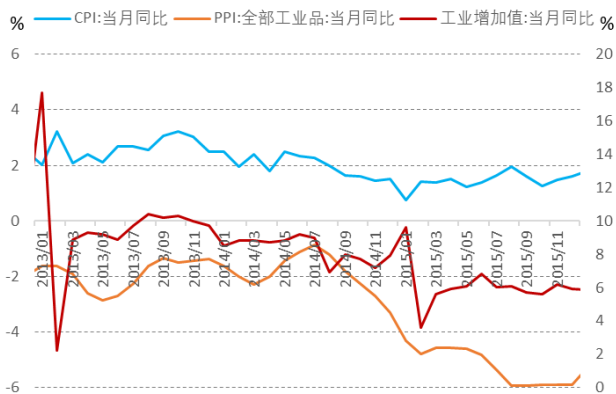
图 16：2014 年市场利率走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

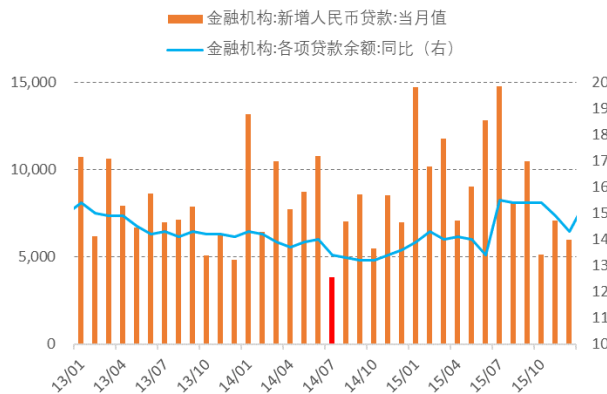
基本面：7 月金融数据大幅低于预期，8 月工业增加值增速也从前期 9% 跌落至 6.8% 的水平，PPI 和 CPI 全面快速回落，通缩压力加大。

图 17：基本面超预期下行



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：7 月信贷数据大幅走低（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

宏观调控政策：7 月政治局会议提出“要积极扩大有效投资，发挥好投资的关键作用”、“注重定向调控”，7 月 29 日就当前经济形势和下半年经济工作召开党外人士座谈会总书记强调“要把转方式、调结构放在更加突出的位置”。调结构转方式是前期工作的重心，但随着经济下行压力不断加大，稳增长再度成为首要目标，年底中央经济工作会议将稳增长列为首要任务。

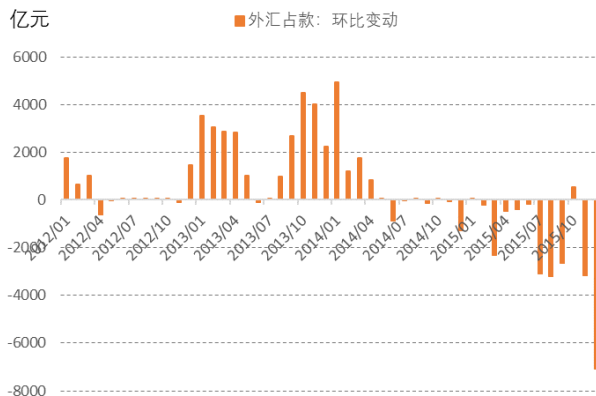
外围：2014 年 10 月美联储宣布正式退出 QE，欧元、新兴市场国家货币大幅贬值，人民币贬值预期下，外汇占款转向负增长。

图 19: 美元指数大幅上行



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 20: 外汇占款转向负增长



资料来源: Wind, 天风证券研究所

监管政策:

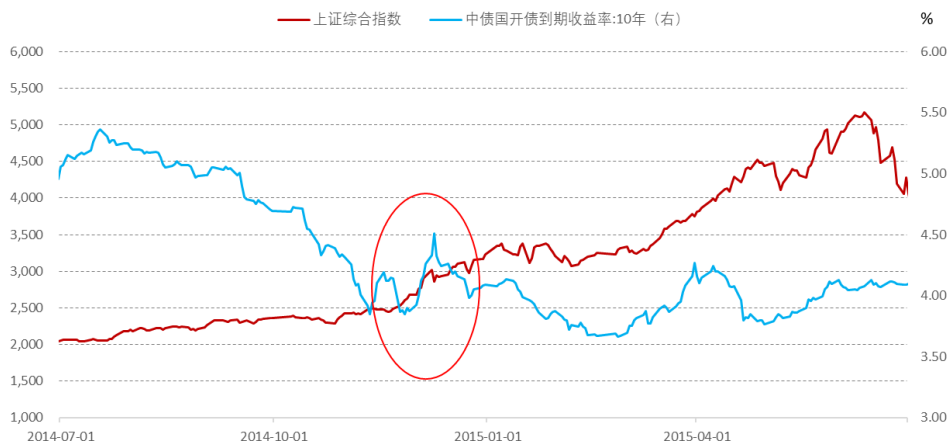
9 月 21 日, 国务院颁布《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43 号), 全面规范地方债务。

12 月 8 日, 中证登发布《关于加强企业债券回购风险管理相关措施的通知》, 在暂停受理新增企业债券回购资格申请和已取得回购资格的企业债券暂不得新增入库的同时, 明确未来没有纳入地方政府一般债务与专项债务预算范围内的企业债券, 仅接纳债项评级为 AAA 级、主体评级为 AA 级(含)以上的企业债券进入回购质押库。基于城投债流动性丧失、估值受损的预期, 基金不得不抛售利率债以应对大量赎回。

尽管市场利率整体下行, 但受年底资金紧张、股市升温、中证登事件冲击等因素影响, 长端利率仍然出现阶段性上调。不过, 在基本面未明显改善的情况下, 市场对政策放松的预期仍在, 恐慌情绪最终有所修复。

流动性环境: 从 9 月份开始央行不断下调公开市场操作利率, 并通过 SLF 方式进行资金投放, 11 月 21 日正式宣布降息, 货币政策整体宽松。但 12 月新股密集发行、股市持续升温, 同时在外汇占款净下降、年末备付增加等因素作用下, 货币市场利率略有所上升。

图 21: 2014 年四季度股市升温

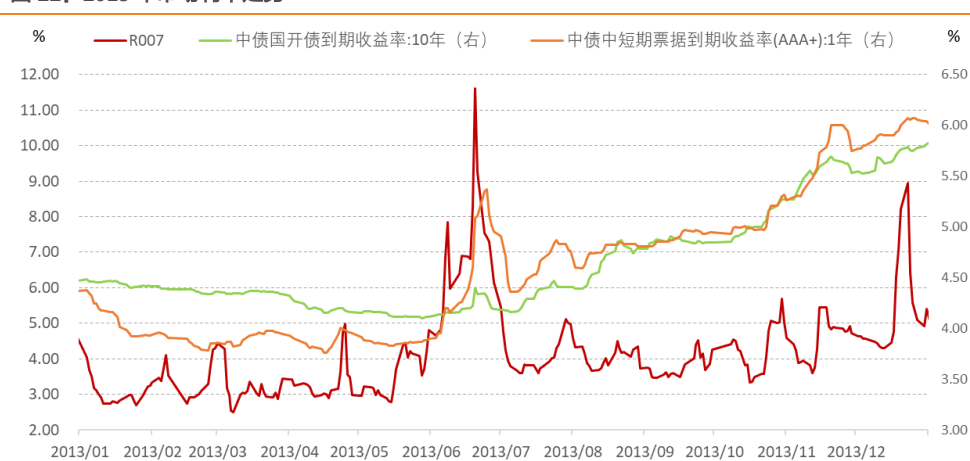


资料来源: Wind, 天风证券研究所

2013 年四季度: 央行去杠杆致第二次钱荒

央行超预期紧缩导致利率大幅攀升, 出现第二轮“钱荒”。

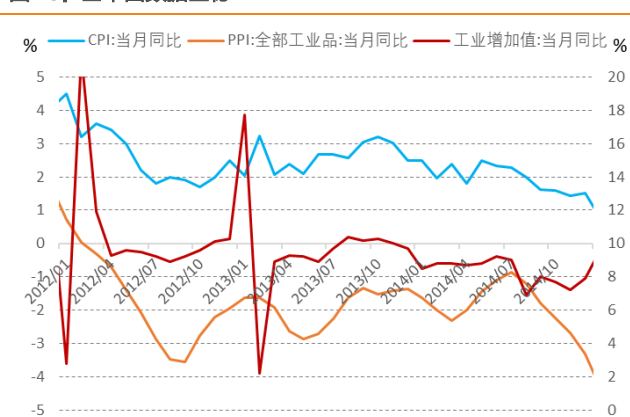
图 22：2013 年市场利率走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

基本面：CPI 从 2012 年底开始逐步回升，2013 年四季度再度突破 3%，PPI 总体低迷，但是 2013 年年中到 2014 年年初有所走高，工业增加值增速处于较高水平，基本面虽然面临一定的下行压力，但总体平稳。

图 23：基本面数据企稳



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：经济有所转暖但仍面临下行压力



资料来源：Wind，天风证券研究所

宏观调控政策：

政策的重点于调结构、促改革、推动转型升级。7 月李克强主持召开部分省区经济形势座谈会时强调“在这样一个合理区间内，要着力调结构、促改革，推动经济转型升级”。同时，国务院办公厅发布《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》，对金融政策支持“调结构”进行了全方位部署。在基本面企稳的前提下，促改革、调结构的重要性更加突出。

监管政策：3 月银监会发布《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（银监发[2013]8 号），债市迎来监管风暴，这是上半年利率飙升的重要原因，但监管因素对债市的边际影响已经趋于弱化。

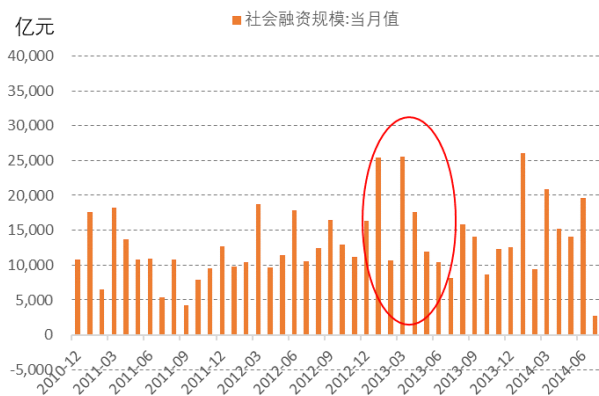
外围：10 月底，新兴市场国家再次出现货币贬值、利率上升的局面。

流动性环境：6 月国务院常务会议要求“引导信贷资金支持实体经济，把稳健的货币政策坚持住、发挥好，合理保持货币总量”，货币政策执行报告也强调“引导货币信贷及社会融资规模平稳适度增长”，货币政策的重点在维持总量稳定并实现结构优化，并不希望信贷、社融快速膨胀。

IPO 重启叠加年末因素，资金面已然紧张，但央行并未像往常一样投放流动性缓冲，反而停止了逆回购，且在 12 月 30 日进行了正回购操作。

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇
年末再次出现钱荒，资金利率大幅上行，资金面紧张带动长端利率也一路走高。

图 25：2013 年上半年社融快速膨胀



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：央行货币净投放

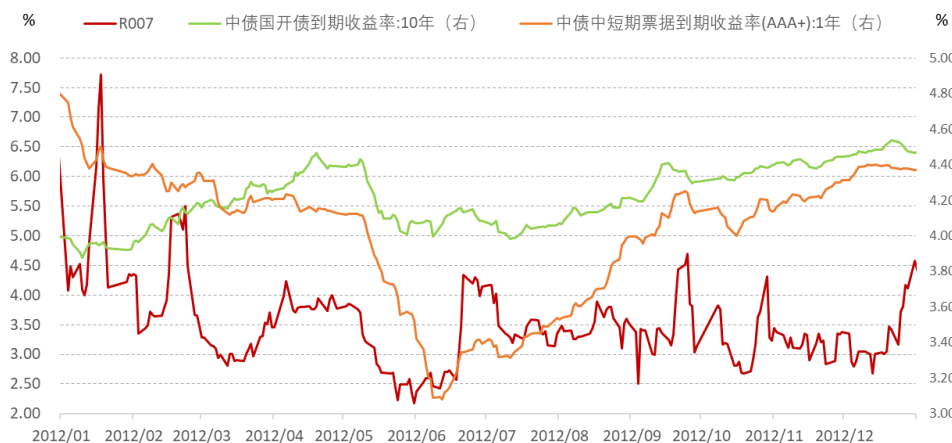


资料来源：Wind，天风证券研究所

2012 年四季度：基本面企稳、资金面稳定，利率熊、信用牛，杠杆优于久期

资金利率总体平稳，长端利率伴随基本面改善缓慢上行。

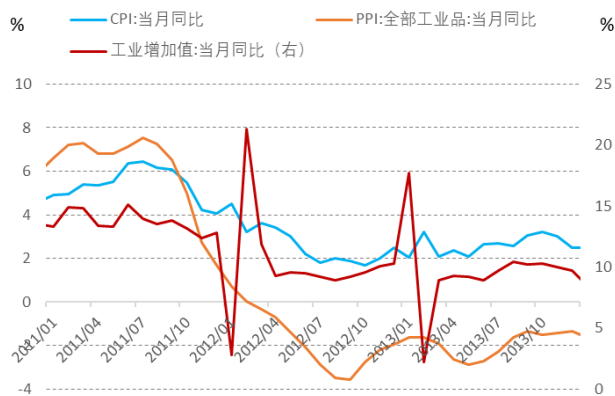
图 27：2012 年市场利率走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

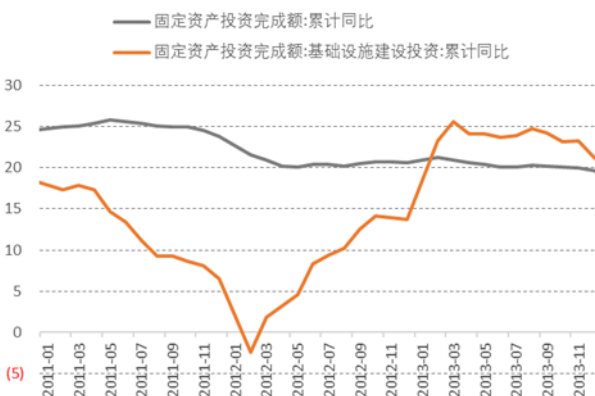
基本面：三季度以来经济数据持续改善，特别是工业增加值增速明显企稳、投资在基建带动下有所恢复，前期宽松政策效果显现。

图 28：三季度以来基本面数据有所改善



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：12 年基建投资明显发力



资料来源：Wind，天风证券研究所

宏观调控政策：5 月国常会和 7 月政治局会议提出“把稳增长放在更重要位置”，随着前期宽松政策效果显现，稳增长的目标有所弱化，年底中央经济工作会议开始强调“坚持以提高经济发展质量和效益为中心”。

www.baogaoba.xyz 独家收集 百万报告 实时更新 日更千篇

监管政策：监管环境整体较为宽松，2012 年 10 月证监会颁布《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证券公司定向资产管理业务实施细则》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》，非银机构的金融创新为非标绕道提供了便利。

外围：欧债危机最大冲击开始退潮，全球避险情绪总体改善，年底随着美国“财政悬崖”危机的再度临近，市场避险情绪略有走高。

图 30：VIX 恐慌指数



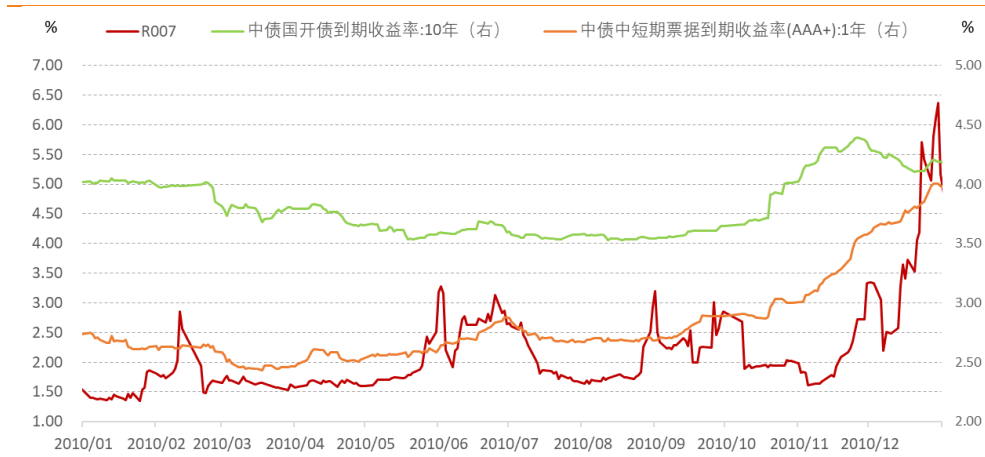
资料来源：Wind，天风证券研究所

货币政策与流动性：货币政策并未出现市场预期的进一步降准操作，随着外汇占款上升央行进行了大量的正回购操作，整体净投放力度有限，在央行频繁使用正回购和逆回购之中，资金面处于相对平衡的状态。

2010 年四季度：经济典型过热，债市熊平

货币收缩叠加通胀升温，资金利率和长端利率显著走高。

图 31：2010 年市场利率走势

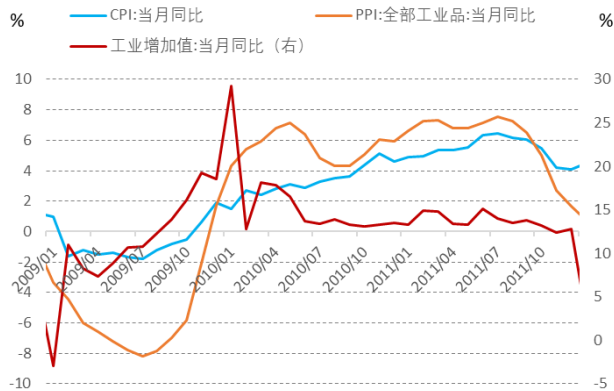


资料来源：Wind，天风证券研究所

基本面：

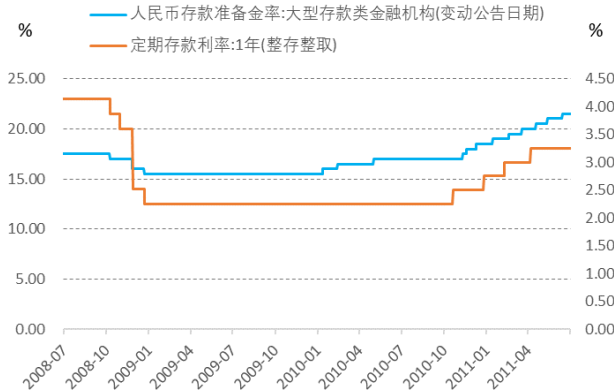
8 月工业增加值数据企稳，结束前期下滑趋势。同时，PPI、CPI 明显上行，CPI 快速破 3，通胀显著抬升。

图 32：8 月以来经济数据明显改善，通胀显著抬头



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：存款准备金率与存款基准利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

宏观调控政策：10 年 7 月政治局会议强调“要坚持把处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理通胀预期的关系作为宏观调控的核心”，12 月 13 日人民银行党委会议强调“把稳定价格总水平放在更加突出的位置”。

监管政策：6 月，国务院发布《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》（国发〔2010〕19 号），着手清理地方债务；银监会于 8 月和 12 月发布《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》、《关于进一步规范银行业金融机构信贷资产转让业务的通知》，规范银行理财特别是银信合作业务。

外围：11 月 4 日美联储 QE2 正式落地，全球风险偏好回升，对国内债市造成一定的负面冲击。

流动性环境：10 月 19 日超预期加息（2008 年降息周期后首次加息），12 月 25 日再次加息，同时央行在 11 月 16 日、11 月 29 日和 12 月 20 日 3 次上调存款类金融机构人民币存款准备金率各 0.5 个百分点。货币的收紧叠加通胀预期、融资需求增加等因素，资金利率波动中呈明显上升态势。

表 1：融资需求上升

| | 回购市场 | | 拆借市场 | |
|------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| | 2010 年 | 2009 年 | 2010 年 | 2009 年 |
| 国有商业银行 | -237,497 | -254,127 | -23,502 | -17,539 |
| 其他商业银行 | 84,212 | -8,636 | 7,286 | 4,367 |
| 其他金融机构 | 121,228 | 232,790 | 13,599 | 7,030 |
| 其中：证券及基金公司 | 74,675 | 94,468 | 2,149 | 1,739 |
| 保险公司 | 21,869 | 40,331 | - | - |
| 外资金融机构 | 32,057 | 29,973 | 2,617 | 6,142 |

资料来源：Wind，天风证券研究所

小结：

通过对历年四季度债券市场梳理可知，如下现象：

- 1、四季度并无显著的季节性紧张，特别是引入利率走廊以后；
- 2、债市走势的大前提是基本面，经济稳定或者周期性上行甚至过热对应的是利率上行，而经济通胀显著下行对应的自然是利率下行；
- 3、货币政策影响短端，但是并不显著决定曲线形态；
- 4、决定曲线形态，特别是熊平的主要因素是监管政策或者事件。

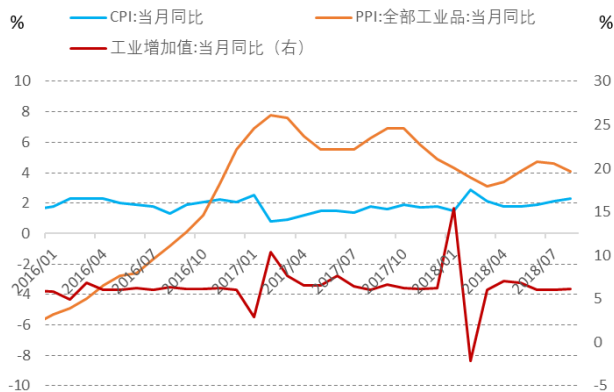
5、权益、外围只是在原有影响因素之上加强趋势。

www.baogaoba.xyz 独家收集 百万报告 实时更新 日更千篇

今年四季度会如何？

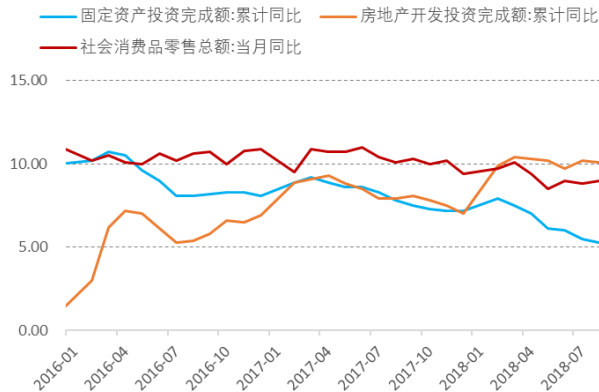
从基本面来看，经济数据并未明显企稳，特别是投资增长乏力，8月31个大城市城镇调查失业率4.90%，整体而言经济仍然面临显著的下行压力，目前通胀是市场的分歧所在，参考历史经验，CPI走高并未破3而PPI继续下行过程中，通胀压力有限。

图 34：基本面数据并未明显改善



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：投资、消费数据仍面临压力



资料来源：Wind，天风证券研究所

宏观调控政策：7月23日国常会明确了政策放松基调，会议提出“积极财政政策要更加积极”、“货币政策松紧适度，保持流动性合理充裕，疏通货币政策传导机制”，目前宽货币格局已然形成，宽信用成为目前的工作重点。

监管政策：监管新规和配套细则基本出奇，随着央行补丁文件的出台，政策重心转向稳金融、稳杠杆。

外围：美联储9月议息会议即将召开，从目前形势来看，加息已成“板上钉钉”，对于市场而言，担心中美利差收窄影响，对此我们前期报告已有明确观点，根据我们在《美国加息，中国怎么办？》的分析，基本面仍然决定着当前国内货币政策取向。央行会动态适应中美利差的变化，所以不会被动加息。

总结：基本面下行压力或有加大，政策重心关注稳增长，监管压力难有扰动，在通胀压力可控，货币政策保有独立性的背景下，四季度债券市场完全可以期待，至少进一步熊平的概率并不高。资金面在四季度预计整体可以维持平稳，R007继续稳定在2.7%左右，长端利率上限明确，十年国债3.65%是比较可控的上限位置。

1.2. 市场点评：资金先紧后松，长端利率整体上行

央行OMO和MLF操作大量投放资金，但受税期、地方债大量发行等因素影响，资金面边际有所收紧，下半周资金面逐渐转松。周一，央行公开市场操作零投放零回笼，同时实施2650亿MLF，资金面较为宽松，但午后资金供给相对减弱，资金边际有所收紧，跨月资金价格小幅上行；周二，央行公开市场操作净投放2000亿资金，资金面前紧后松，午后资金供给相对充足，隔夜和跨月资金利率有所上行；周三，央行公开市场操作零投放零回笼，资金面整体均衡，跨月的14天资金利率持续上行；周四，央行公开市场操作净回笼300亿资金，资金面较为宽松，资金供给较为充足，跨月资金利率相对平稳；周五，央行公开市场操作净回笼1100亿资金，同时开展1200亿国库现金定存，资金面依然宽松，资金供给较为充足。

伴随资金面边际收紧、基建投资预期升温、地方债持续放量、美联储加息等因素的发酵，虽然央行投放MLF以及降准预期增强，但全周债券收益率整体明显上行。周一，央行意外投放MLF带动收益率整体下行，但午后资金面边际有所收紧对市场情绪有一定扰动，收益率有所回弹；周二，受美国针对2000亿商品开征关税影响，债券收益率开盘小幅低开，但早盘资金面收紧，叠加午后发改委召开稳基建投资会议影响，债券收益率持续反弹，全天小幅走高；周三，连续的刺激经济措施导致市场对经济担忧减弱，叠加美债收益率大幅上行影响，在债券收益率明显上行背景下，周四央行公开市场操作净回笼1100亿，但资金面依然宽松，资金供给较为充足，叠加周五央行公开市场操作净回笼1100亿，同时开展1200亿国库现金定存，资金面依然宽松，资金供给较为充足。

升温、地方债供给持续放量、美联储加息带来的收益率上行压力，诸多因素交叉，影响债券收益率继续明显上行；周五，央行降准预期明显增强，此外央行境外发行央票也有利于稳定人民币汇率，减轻汇率对货币政策的制约，债券收益率明显下行。

2. 一级市场

根据已公布的利率债招投标计划，下周将发行 35 只利率债，共计 1822.63 亿。其中地方债 29 只 1282.63 亿。

表 2：下周已披露发行计划利率债概况

| 招投标日期 | 债券名称 | 计划发行规模 (亿) | 期限 (年) | 招标方式 | 招标标的 | 是否增发 | 债券评级 | 票面利率 | 利率类型 |
|------------|----------------|---------------|-----------|------|------|------|------|------|------|
| 2018-09-26 | 18 青岛债 10 | 14.00 | 5.00 | 荷兰式 | 利率 | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-26 | 18 内蒙古债 25 | 24.05 | 5.00 | 荷兰式 | 利率 | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-26 | 18 青岛债 08 | 13.00 | 5.00 | 荷兰式 | 利率 | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-26 | 18 内蒙古债 27 | 40.83 | 10.00 | 荷兰式 | 利率 | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-26 | 18 农发 09(增 11) | 50.00 | 3.00 | 荷兰式 | 价格 | 是 | | 4.24 | 固定利率 |
| 2018-09-26 | 18 内蒙古债 28 | 13.40 | 15.00 | 荷兰式 | 利率 | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-26 | 18 内蒙古债 26 | 5.50 | 7.00 | 荷兰式 | 利率 | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-26 | 18 青岛债 09 | 13.00 | 7.00 | 荷兰式 | 利率 | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-26 | 18 农发 07(增 10) | 40.00 | 1.00 | 荷兰式 | 价格 | 是 | | 3.89 | 固定利率 |
| 2018-09-26 | 18 内蒙古债 24 | 0.80 | 3.00 | 荷兰式 | 利率 | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-26 | 18 四川债 30 | 142.29 | 7.00 | | | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-26 | 18 农发 06(增 17) | 60.00 | 10.00 | 荷兰式 | 价格 | 是 | | 4.65 | 固定利率 |
| 2018-09-26 | 18 农发 01(增 32) | 40.00 | 7.00 | 荷兰式 | 价格 | 是 | | 4.98 | 固定利率 |
| 2018-09-26 | 18 农发 08(增 11) | 50.00 | 5.00 | 荷兰式 | 价格 | 是 | | 4.37 | 固定利率 |
| 2018-09-27 | 18 安徽债 13 | 256.07 | 5.00 | | | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-27 | 18 福建债 17 | 110.25 | 5.00 | 荷兰式 | 利率 | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-27 | 18 进出二级 01 | 300.00 | 10.00 | 簿记建档 | 利率 | 否 | | | 固定利率 |
| 2018-09-27 | 18 深圳债 05 | 10.00 | 15.00 | | | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-27 | 18 安徽债 14 | 457.03 | 5.00 | | | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-27 | 18 深圳债 06 | 5.00 | 10.00 | | | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-27 | 18 深圳债 08 | 1.00 | 10.00 | | | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-27 | 18 安徽债 15 | 7.95 | 7.00 | | | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-27 | 18 深圳债 07 | 15.00 | 15.00 | | | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-27 | 18 深圳债 03 | 4.80 | 10.00 | | | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-27 | 18 安徽债 16 | 20.00 | 10.00 | | | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-27 | 18 安徽债 12 | 17.20 | 3.00 | | | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-27 | 18 福建债 19 | 5.50 | 15.00 | 荷兰式 | 利率 | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-27 | 18 福建债 18 | 24.65 | 5.00 | 荷兰式 | 利率 | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-27 | 18 深圳债 04 | 3.60 | 15.00 | | | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-28 | 18 山西债 18 | 16.18 | 5.00 | 荷兰式 | 利率 | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-28 | 18 山西债 20 | 8.00 | 5.00 | 荷兰式 | 利率 | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-28 | 18 湖北债 15 | 4.50 | 10.00 | 荷兰式 | 利率 | 否 | AAA | | 固定利率 |
| 2018-09-28 | 18 湖北债 16 | 5.00 | 10.00 | 荷兰式 | 利率 | 否 | AAA | | 固定利率 |

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

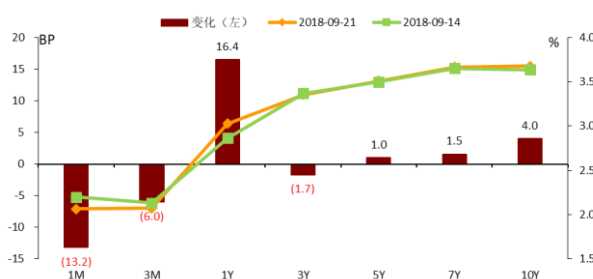
| | | | | | | | | |
|------------|-----------|-------|-------|-----|----|---|-----|------|
| 2018-09-28 | 18 湖北债 17 | 15.33 | 10.00 | 荷兰式 | 利率 | 否 | AAA | 固定利率 |
| 2018-09-28 | 18 山西债 19 | 28.71 | 10.00 | 荷兰式 | 利率 | 否 | AAA | 固定利率 |

资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 二级市场

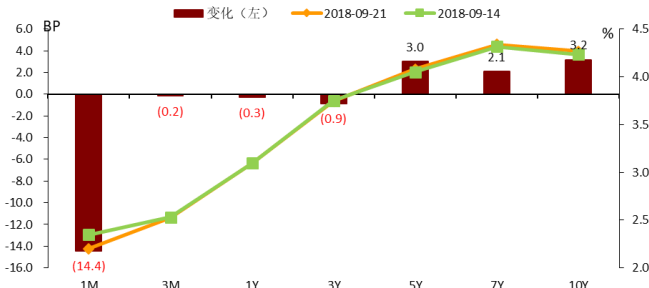
伴随资金面边际收紧、基建投资预期升温、地方债持续放量、美联储加息等因素的发酵, 虽然央行投放 MLF 以及降准预期增强, 但全周债券收益率整体明显上行。全周来看, 10 年期国债收益率上行 4BP 至 3.68%, 10 年国开债收益率上行 3BP 至 4.27%。1 年与 10 年国债期限利差收窄 12BP 至 65BP, 1 年与 10 年国开债期限利差扩大 3BP 至 117BP。

图 36: 10 年期国债收益率上行 4BP 至 3.68%



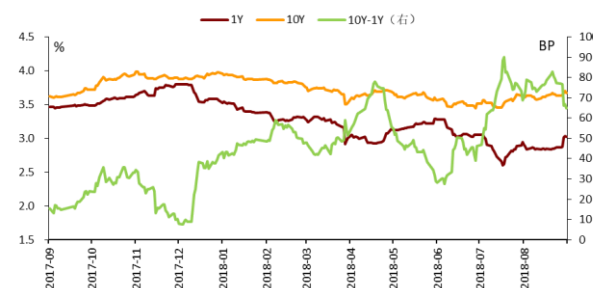
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 37: 10 年国开债收益率上行 3BP 至 4.27%



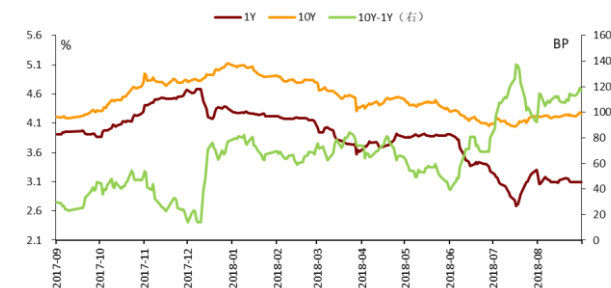
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 38: 1 年与 10 年国债期限利差收窄 12BP 至 65BP



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 39: 1 年与 10 年国开债期限利差扩大 3BP 至 117BP



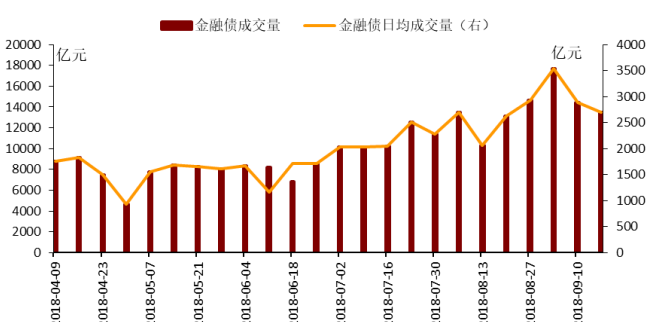
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 40: 银行间国债日均成交 1101 亿元



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 41: 银行间金融债日均成交 2692 亿元



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 资金利率

央行 OMO 和 MLF 操作大量投放资金，但受税期、地方债大量发行等因素影响，资金面边际有所收紧，下半周资金面逐渐转松。银行间隔夜回购利率上行 4BP 至 2.51%，7 天回购利率上行 2BP 至 2.64%；上交所质押式回购 GC001 上行 60BP 至 3.07%；香港 CNH Hibor 隔夜利率上行 232BP 至 4.56%；香港 CNH Hibor7 天利率上行 128BP 至 4.65%。

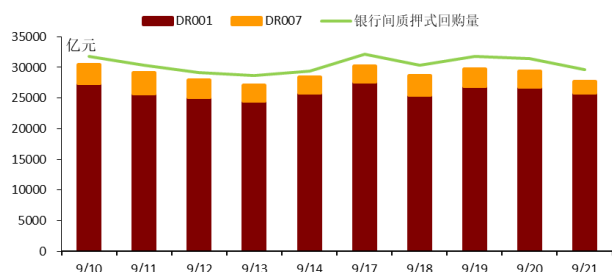
表 3：银行间市场质押式回购利率周变化

| 单位：% | DR001 | DR007 | DR014 | DR021 | DR1M | DR2M | DR3M | DR6M |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2018-09-21 | 2.5120 | 2.6414 | 2.8484 | 3.1199 | 3.0528 | 3.0000 | 3.1000 | / |
| 2018-09-14 | 2.4767 | 2.6184 | 2.6265 | 3.0062 | 2.9940 | 2.8739 | 3.1354 | 3.5500 |
| 涨跌幅（BP） | 3.53 | 2.30 | 22.19 | 11.37 | 5.88 | 12.61 | -3.54 | / |

资料来源：Wind，天风证券研究所

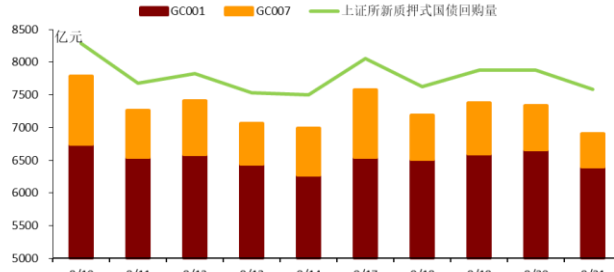
注：回购利率为存款类机构质押式回购加权利率

图 42：银行间存款类机构质押式回购规模



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 43：上交所新质押式国债回购规模



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 4：上交所新质押式国债回购利率周变化

| 单位：% | GC001 | GC002 | GC003 | GC004 | GC007 | GC014 | GC028 | GC091 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2018-09-21 | 3.0660 | 2.9424 | 2.8980 | 2.9096 | 3.4584 | 3.4294 | 3.0808 | 3.0100 |
| 2018-09-14 | 2.4637 | 2.4515 | 2.3900 | 2.4352 | 2.6023 | 3.0245 | 2.9534 | 3.3003 |
| 涨跌幅（BP） | 60.23 | 49.09 | 50.80 | 47.44 | 85.61 | 40.49 | 12.74 | -29.03 |

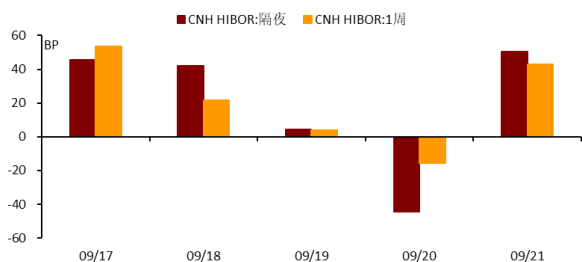
资料来源：Wind，天风证券研究所

表 5：香港 CNH Hibor 利率周变化

| 单位：% | CNH HIBOR:隔 夜 | CNH HIBOR:1 周 | CNH HIBOR:2 周 | CNH HIBOR:1 个月 | CNH HIBOR:3 个月 | CNH HIBOR:6 个月 | CNH HIBOR:9 个月 | CNH HIBOR:12 个月 |
|------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|
| 2018-09-21 | 4.5620 | 4.6547 | 4.6553 | 4.8680 | 4.7760 | 4.7750 | 4.7327 | 4.7490 |
| 2018-09-13 | 2.2444 | 3.3780 | 4.2610 | 4.3660 | 4.4023 | 4.4527 | 4.4760 | 4.6210 |
| 涨跌幅（BP） | 231.77 | 127.67 | 39.43 | 50.20 | 37.37 | 32.23 | 25.67 | 12.80 |

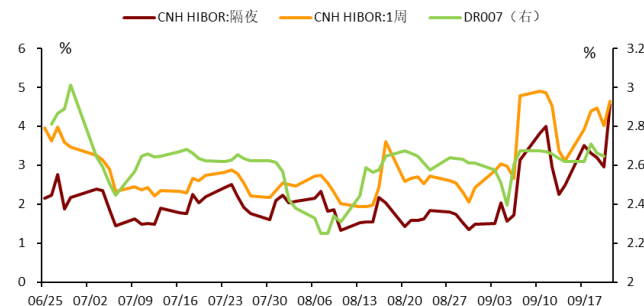
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44: CNH Hibor 利率日度变化



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 45: CNH Hibor 利率与 DR007 利率变化对比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

上周, 央行周二至周四开展公开市场操作, 通过 7 天逆回购合计投放 2300 亿资金, 中标利率均为 2.55%; 通过 14 天逆回购合计投放 1000 亿资金, 中标利率均为 2.70%; 通过 28 天逆回购合计投放 0 亿资金; 通过 63 天逆回购合计投放 0 亿资金。上周共有 2700 亿逆回购到期, 累计净投放 600 亿。本周将有 2900 亿逆回购到期。

表 6: 未来一个月公开市场到期情况 (投放为正, 回笼为负, 单位: 亿元)

| 周 | 正回购 | 逆回购 | 央票 | 国库现金定存 | 合计 |
|-----------------------|-----|-------|----|--------|-------|
| 2018-09-24 2018-09-30 | | -2900 | 0 | 0 | -2900 |
| 2018-10-01 2018-10-07 | | -1000 | 0 | 0 | -1000 |
| 2018-10-08 2018-10-14 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 2018-10-15 2018-10-21 | | 0 | 0 | 0 | 0 |

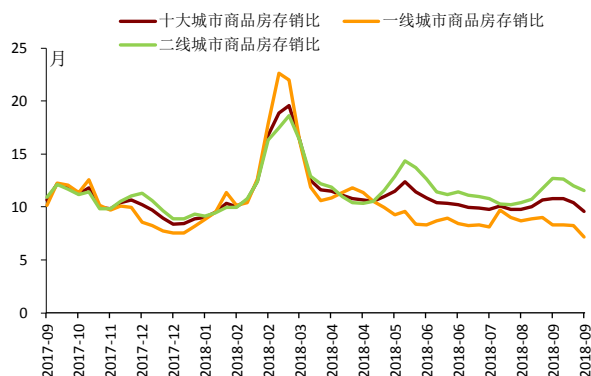
资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 实体观察

5.1. 中观行业数据

房地产: 30 大中城市 (9.15-9.21) 商品房合计成交 362 万平方米, 四周移动平均成交面积同比上涨 8.5%。

图 46: 十大城市商品房存销比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 47: 上周商品房合计成交 362 万平方米

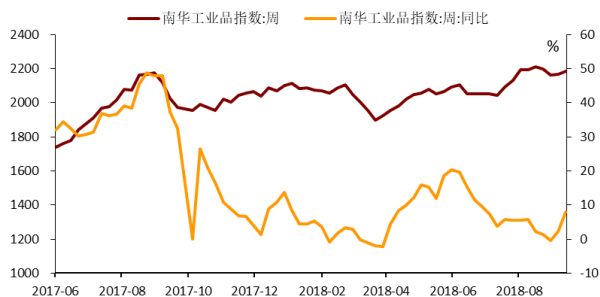


资料来源: Wind, 天风证券研究所

工业: 南华工业品指数 2186.46 点, 同比上升 8.03%。

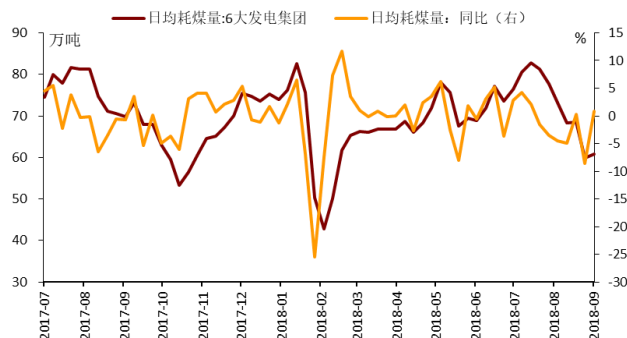
用电: 六大发电集团日均耗煤 60.78 万吨, 同比上升 0.85%。

图 48：南华工业品指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 49：六大发电集团日均耗煤



资料来源：Wind，天风证券研究所

水泥：全国普通 42.5 级散装水泥均价为 439.60 元/吨，环比上涨 0.27%。

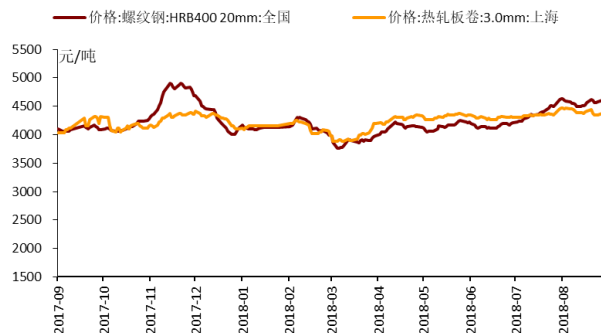
钢铁：9 月上旬，全国重点企业粗钢日均产量同比增长 5.6%；上周螺纹钢价格上涨 45 元/吨，热轧板卷价格上涨 30 元/吨。

图 50：上周水泥价格环比上涨 0.27 %



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 51：上周螺纹钢价格上涨 45 元/吨，热轧板卷价格上涨 30 元/吨

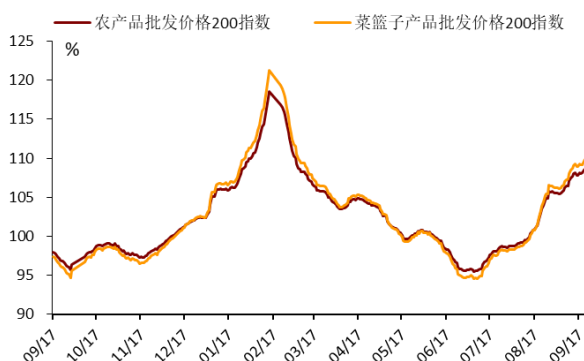


资料来源：Wind，天风证券研究所

5.2. 通胀观察

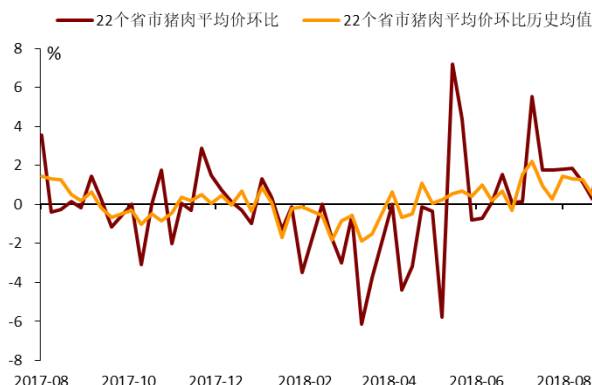
上周，农产品批发价格 200 指数环比上涨 0.77 %，22 省市猪肉平均价环比下降 1.03%。

图 52：农产品批发价格 200 指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 53：22 省市猪肉平均价



资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 国债期货：国债期货价格整体下跌

表 7：国债期货一周主要数据变动

| | 收盘价 | 收盘价涨跌幅 (%) | 结算价 | 结算价涨跌幅 (%) | 持仓量 | 持仓量变动 | 日均成交额 (亿元) | 日均成交额 变动(亿元) |
|--------|-------|---------------|-------|---------------|-------|-------|---------------|-----------------|
| TF1812 | 97.41 | -0.16 | 97.39 | -0.17 | 19392 | 1250 | 49.25 | -18.04 |
| TF1903 | 97.41 | 0.00 | 97.41 | -0.13 | 17 | 10 | 0.04 | 0.03 |
| TF1906 | 97.54 | / | 97.37 | / | 0 | 0 | 0.00 | 0.00 |
| T1812 | 94.19 | -0.32 | 94.15 | -0.33 | 56207 | 2581 | 268.24 | -60.52 |
| T1903 | 94.16 | -0.29 | 94.17 | -0.28 | 185 | 26 | 0.29 | -0.24 |
| T1906 | 94.29 | / | 94.19 | / | 0 | 0 | 0.00 | 0.00 |

资料来源：Wind，天风证券研究所

7. 利率互换：长端利率明显上行

表 8：银行间回购定盘利率互换一周数据变动

| | 3M | 6M | 9M | 1Y | 2Y | 3Y | 5Y | 5Y-1Y |
|------------|-------|-------|-------|------|------|------|------|-------|
| 2018-09-21 | 3.01 | 2.74 | 2.76 | 2.80 | 2.90 | 3.01 | 3.18 | 38.46 |
| 2018-09-14 | 2.79 | 2.78 | 2.79 | 2.79 | 2.86 | 2.93 | 3.10 | 30.60 |
| 变动 (BP) | 22.00 | -3.98 | -3.09 | 0.51 | 4.14 | 7.67 | 8.37 | 7.86 |

资料来源：Wind，天风证券研究所

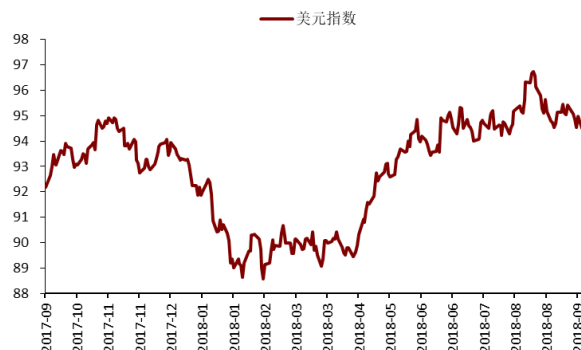
8. 外汇走势：美元指数继续下行

图 54：人民币对美元汇率



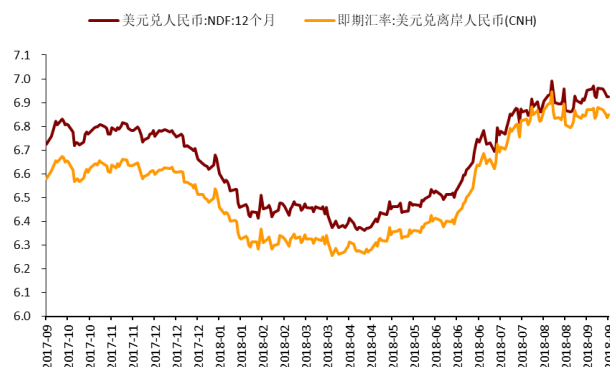
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 55：美元指数



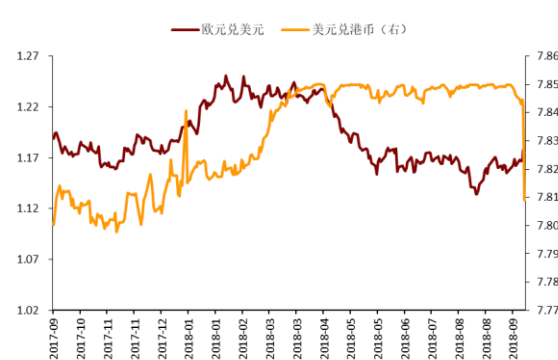
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 56：美元兑人民币 NDF 和 CNH



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 57：美元与主要货币汇率

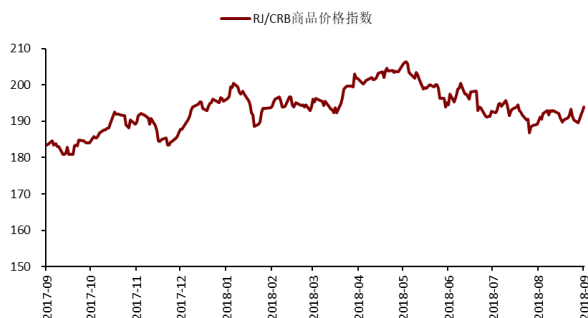


资料来源：Wind，天风证券研究所

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

9. 大宗商品：原油价格高位波动

图 58：大宗商品价格指数



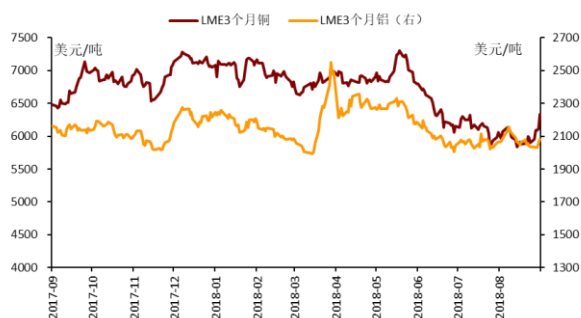
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 59：原油价格



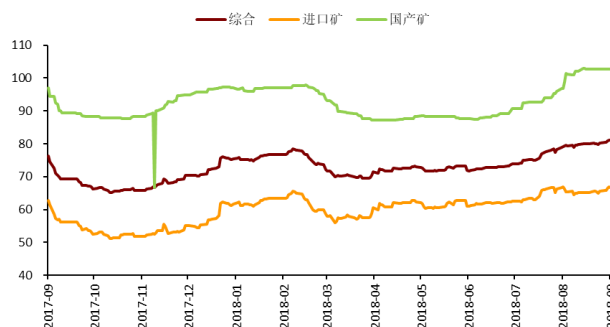
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 60：铜和铝价格



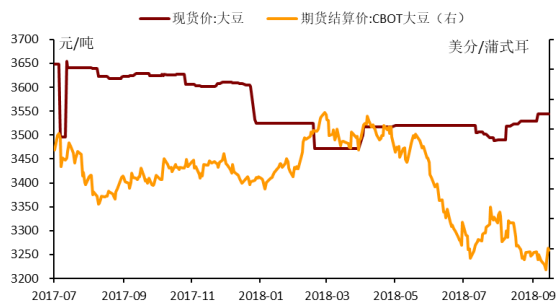
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 61：铁矿石价格



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 62：大豆现货价格和期货价格



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 63：天然橡胶期货价格



资料来源：Wind，天风证券研究所

10. 海外债市：美债收益率大幅上行

图 64：美国 10 年期国债收益率



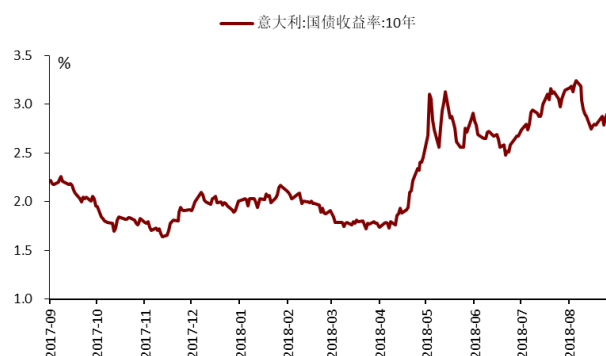
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 65：德国 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 66：意大利 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 67：日本 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 | 上海市浦东新区兰花路 333 | 深圳市福田区益田路 5033 号 |
| 邮编：100031 | 号保利广场 A 座 37 楼 | 号 333 世纪大厦 20 楼 | 平安金融中心 71 楼 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |