



Research and
Development Center

专项债还会爽约吗？

—— 四季度政府债券发行展望

2021 年 09 月 30 日

李一爽 固定收益分析师
执业编号：S1500520050002
联系电话：+86 18817583889
邮 箱：liyishuang@cindasc.com

证券研究报告

债券研究

专题报告

李一爽 固定收益分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮箱: liyishuang@cindasc.com

周俚君 联系人
联系电话: +86 13636449361
邮箱: zhoulijun@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

专项债还会爽约吗？—— 四季度政府债券发行展望

2021 年 09 月 30 日

➤ 摘要:

➤ 今年以来，政府债券发行偏慢一直是市场关注的焦点。随着经济下行的压力加大，7 月政治局会议已经要求合理把握地方政府债券发行进度，财政部在 8 月也提除了适度提速地方政府专项债券发行。但是，尽管政府债券发行的进度有所加快，但三季度末国债与地方政府新增专项债已发行的规模占全年限额的规模分别为 48% 与 64%，相对而言仍然偏慢。那么，四季度政府债券的发行是否还会爽约？

➤ 在国债方面，尽管 Q3 净融资相比全年比例仍然偏低，但三季度以来单月国债发行规模已有所增加，7 月以来关键期限付息国债、贴现国债发行规模均有所上升，Q3 发行规模中枢分别较 Q2 增加 150、120 亿元。在净融资方面，除 7 月因到期规模大幅上升而出现净偿还外，8 月、9 月国债净融资规模均明显增加。而今年国债发行节奏偏慢可能由于公共预算支出进度的滞后，但 7、8 月财政支出规模已出现了边际改善，基建投资占比也在逐步提升，因此我们预计随着财政政策在稳增长中的重要性提升，国债的发行规模仍有进一步上行的空间。我们估计四季度超长期国债、储蓄国债单期规模仍维持在今年以来的平均水平，分别约为 300 亿、200 亿，关键期限国债、贴现国债分别为 720 亿、400 亿，预计今年 10-12 月国债发行规模或在 7420 亿、7420 亿、7720 亿，考虑到到期后对应净融资规模分别约为 2600 亿、2500 亿、6700 亿。在此背景下，全年净融资规模或为 2.49 万亿，相比预算赤字规模 2.75 万亿仍相差约 2600 亿元。但事实上，自 2006 年我国国债开始采取余额管理方式以来，全年净融资规模小幅低于中央赤字的情况也是相对常见的。

而在地方政府专项债方面，8-9 月新增发行规模均达到了 4000 亿以上，相比于二季度的水平有所加快，但相对于 18 年以来三季度专项债发行进度在全年的占比而言，节奏仍然偏慢。但是，相对于部分省市公布的发行计划，今年前 8 个月的实际发行规模均低于计划值，4-8 月每月平均仅占计划的 70%。但 9 月实际发行的规模首次超过了计划，这可能是专项债发行将要提速的信号。我们将部分公布全年专项债限额与四季度发行计划的省份，四季度专项债的剩余额度发行计划进行了比较，其中多数四季度计划发行与剩余额度，这意味着多数省份至少有将剩余专项债额度全部发行完毕的计划。考虑 9 月专项债的发行规模已与计划相当，因此在当前的政策目标下，我们认为四季度专项债实际发行量按照计划发行的概率仍然较高。

而对于四季度专项债的发行节奏，尽管此前 21 世纪经济报道报道各地将预留约 20% 的额度在 12 月发行，但是在我们梳理的各省财政预算调整方案中，多数地方的表述是预留限额在四季度发行，结合部分省份的四季度的发行计划中，仍将专项债集中在 10-11 月发行，因此我们估计

12月专项债发行的规模可能不高。而如果根据目前已经公布四季度发行计划的省份在2020年全年限额的分布占全国的比例推算，那么10月新增专项债的发行规模将达到7000亿，11月也将接近5000亿，而剩余12月发行的部分可能不足千亿。但是，此前确实仍有部分省份将季度首月和季度中月计划发行的规模向季度末月进行了推迟。因此，我们将二三季度季首月和季中月实际发行与计划的比例与全部按计划发行的情况进行了折中，估计10-12月新增专项债的发行规模将分别为6385、3703和2520亿元。

此外，年内新增一般债剩余待发规模1181亿元；偿还到期债务再融资若按全年到期政府债比例88%估计，则四季度剩余待发规模约6000亿左右；考虑Q1-Q3偿还存量债务再融资债发行规模逐季缩减约50%，预计Q4待发规模或在600亿上下；而2020年12月以来，已累计发行支持中小银行新增专项债1947亿元，年内剩余待发规模仅约53亿元。假设上述各类地方债于10-12月平均分布，预计10-12月地方债发行规模分别为9100亿元、6400亿元、5300亿元。

预计四季度政府债月均净融资规模仍将接近万亿。总体来看，四季度政府债发行规模后将达到4.34万亿，为全年政府债发行高峰，考虑到期后净融资规模高达2.9万亿，远高于去年同期的1.66万亿。节奏上相对较为平稳，10-12月政府债净融资规模分别达0.99万亿、0.75万亿、1.16万亿。

➤ **风险因素：**政府债发行不及预期。

目录

一、引言	5
二、四季度国债发行或将继续加速 净融资高峰可能集中于 12 月	5
三、多数省份四季度计划发行专项债全部剩余额度 且多数计划在 10-11 月	7
四、四季度新增一般债与再融资债发行展望	10
五、预计四季度政府债月均净融资规模仍将接近万亿	10
风险因素	11

图目录

图 1: 截至 9 月国债净融资进度整体偏慢	5
图 2: Q3 付息、贴现单期发行规模整体较二季度有所抬升	5
图 3: 尽管 8、9 月国债净融资规模明显增加	5
图 4: 但 Q3 净融资规模占全年比例仍然较低	5
图 5: 7、8 月一般公共预算支出累计进度边际改善	6
图 6: 二季度以来一般公共预算支出中基建占比明显提升	6
图 7: 四季度国债发行计划	6
图 8: 2020 年各类型国债单期发行规模月均值走势	6
图 9: 12 月或为全年国债净融资高峰	7
图 10: 自 2006 年以来, 仅 2013 年和 2020 年国债净融资额超过中央赤字规模 (亿元)	7
图 11: 2021 年新增专项债发行明显后置, 三季度已有所提升	7
图 12: 三季度公布计划省份实际发行占比提升, 9 月首次超 100%	7
图 13: 四季度发债计划普遍与新增专项债限额待发部分相等, 预计剩余额度仍将于年内发行完毕 (单位: 亿元)	8
图 14: 已披露预留额度省份的相关说明	9
图 15: 截至 9 月 29 日已公布四季度地方债发债计划省份分布 (单位: 亿元)	9
图 16: 四季度地方债发行规模或接近于 Q3, 节奏上主要集中于 10 月	10
图 17: 四季度政府债净融资规模分布相对较为均匀, 12 月或为全年政府债净融资高峰	11

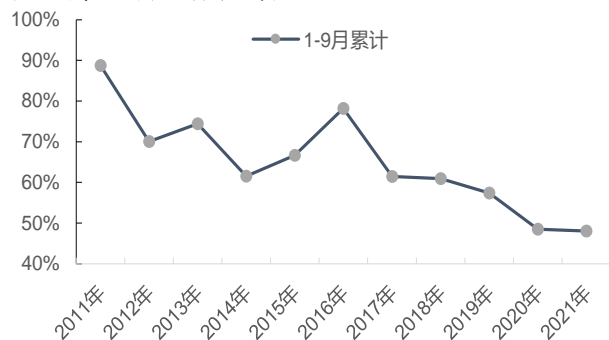
一、引言

今年以来，政府债券发行偏慢一直是市场关注的重要问题。而在经济下行压力加大的背景下，7月30日的政治局会议要求合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。在政治局会议的要求下，财政部在8月27日发布的《2021年上半年中国财政政策执行情况报告》中也提到了，适度提速地方政府专项债券发行，用好地方政府专项债券资金，指导地方加强项目储备，推动今年底明年初形成实物工作量。在9月1日的国务院常务会议也特别指出要发挥地方政府专项债作用带动扩大有效投资。在这样的背景下，三季度专项债发行的进度有所加快，但截止9月30日，地方政府专项债已发行的规模占全年限额的规模仅为64%，国债净融资额占全年赤字规模的占比更是仅有48%，相对而言仍然偏慢。那么，四季度政府债券的发行是否还会爽约？我们将在本篇报告中对于四季度发行计划进行估计。

二、四季度国债发行或将继续加速 净融资高峰可能集中于12月

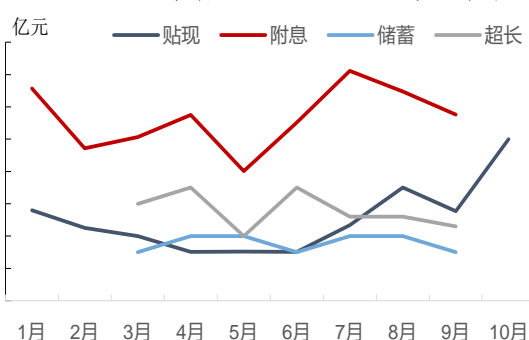
2021年国债发行节奏整体偏慢。截至9月底，2021年国债已累计发行4.76万亿，考虑到到期后国债累计净融资规模约为1.32万亿。如若今年国债全年净融资规模接近与中央财政赤字规模2.75万亿，那么截至9月底国债净融资占比仅约48%，为2011年以来最低水平，国债发行节奏整体偏慢。

图1：截至9月国债净融资进度整体偏慢



资料来源：万得，信达证券研发中心

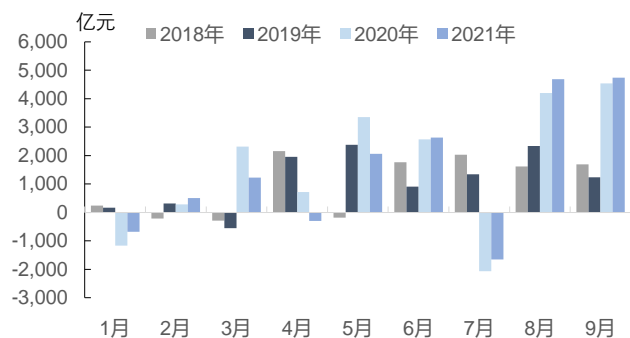
图2：Q3付息、贴现单期发行规模整体较二季度有所抬升



资料来源：万得，信达证券研发中心

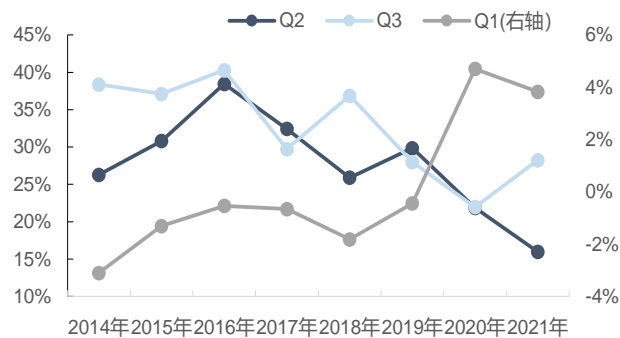
尽管Q3净融资相比全年比例仍然偏低，但三季度以来单期国债发行规模已有所增加。尽管三季度净融资占全年比例相比约28%，相比历史同期仍然偏低。而事实上，从不同类型国债单期发行规模月均值变化来看，超长期国债、储蓄国债发行规模虽整体维持平稳，但7月以来关键期限付息国债、贴现国债发行规模均有所上升，Q3发行规模中枢分别较Q2增加150、120亿元。这使得除7月国债到期规模大幅上升至年内峰值约8000亿元，以致7月国债为净偿还外，8月、9月国债净融资规模均明显增加。

图3：尽管8、9月国债净融资规模明显增加



资料来源：万得，信达证券研发中心

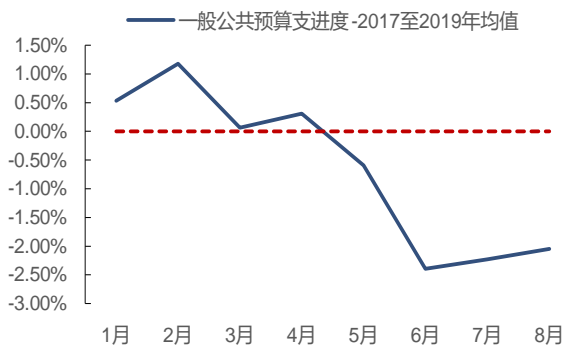
图4：但Q3净融资规模占全年比例仍然较低



资料来源：万得，信达证券研发中心

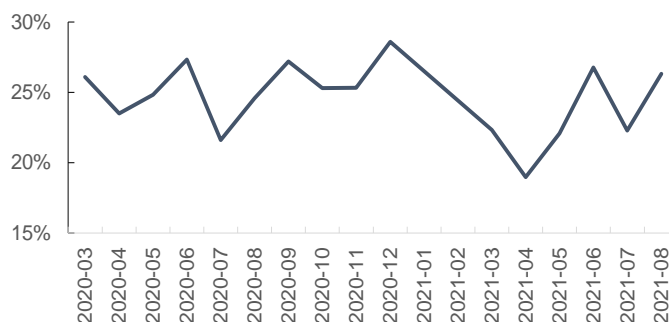
国债发行节奏偏慢可能由于公共预算支出进度的滞后，但 7、8 月已出现边际改善，基建投资占比逐步提升。今年二季度以来国债发行节奏相比历史同期明显偏慢，可能也与财政和支出进度滞后有关。事实上，今年二季度以来，一般公共预算支出累计进度较 2017-2019 年均值明显滞后。但在 7 月以后，一般公共预算支出进度已经有所加快，与往年均值差呈现边际改善，且其中基建投资相关占比已有所增加。因此，预计根据政治局会议上关于财政政策提升效能、合理把握预算内投资的要求，财政政策有望进一步发力，因此国债发行量仍有进一步上行的空间。

图 5：7、8 月一般公共预算支出累计进度边际改善



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：二季度以来一般公共预算支出中基建占比明显提升

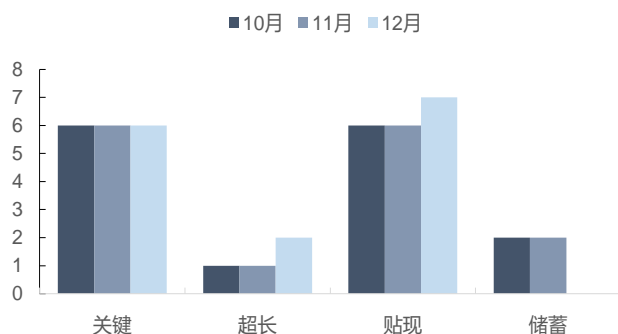


资料来源：万得，信达证券研发中心

四季度国债发行规模仍将有所增加，净融资高峰或在 12 月。当前财政部暂未公布四季度国债发行计划，而根据去年底公布的 2021 年全年国债发行计划来看，四季度每月仍将发行 6 期关键期限付息国债，10 月、11 月分别有 1 期超长期国债和 2 期储蓄国债，而 12 月将发行 2 期超长期国债。贴现国债方面，根据每周五（工作日）发行 1 期 91D 贴现，每个月发行 2 期 181D 贴现（去年自 8 月以来为每月发 2 期，今年 8 月、9 月也增加为每月发 2 期），那么 10-12 月预计待发行贴现国债 6、6、7 期。

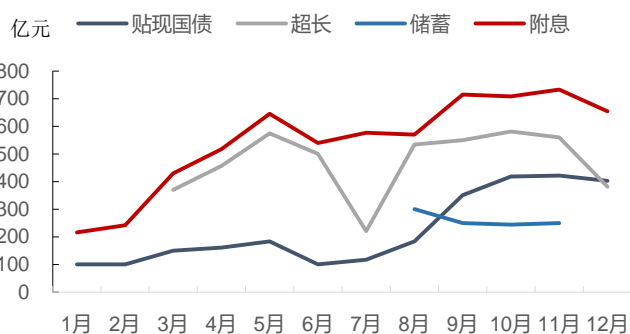
发行规模方面，考虑今年三个季度的国债净融资节奏与去年较为类似，均为 Q1 偏高，Q2、Q3 相对较低，因此对四季度单期国债发行规模的走势变化我们主要参照去年的情况。2020 年由于为特别国债发行让路，7 月各类型国债发行规模相对较低，但整体来看，仍然是储蓄国债、超长期国债发行规模维持平稳，分别约在 500 亿、260 亿左右；而四季度国债净融资规模的提升主要是靠增加关键期限国债和贴现国债发行规模。据此，我们假设今年四季度超长期国债、储蓄国债单期规模仍维持在今年以来的平均水平，分别约为 300 亿、200 亿；而关键期限国债、贴现国债分别为 720 亿、400 亿，相比 Q3 均值的提升幅度接近于去年同期。

图 7：四季度国债发行计划（单位：期数）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：2020 年各类型国债单期发行规模均值走势

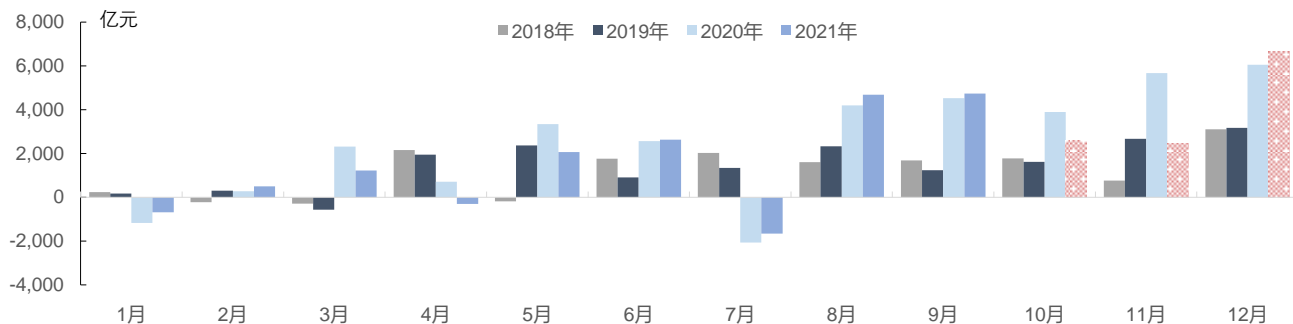


资料来源：万得，信达证券研发中心

综合来看，预计今年 10-12 月国债发行规模或在 7420 亿、7420 亿、7720 亿左右，考虑到到期后对应净融资规模分别约为 2600 亿、2500 亿、6700 亿。在此背景下，全年净融资规模或为 2.49 万亿，相比预算赤字规模 2.75 万亿仍减少约 2600 亿元左右。而事实上，自 2006 年我国国债开始采取余额管理方式以来，全年净融资规模小

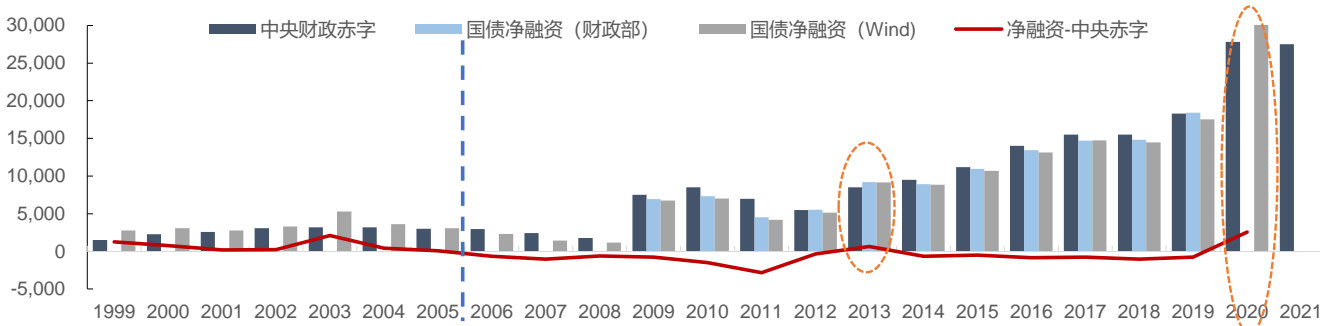
幅低于中央赤字的情况也是相对常见的。

图 9：12 月或为全年国债净融资高峰



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：自 2006 年以来，仅 2013 年和 2020 年国债净融资额超过中央赤字规模（亿元）

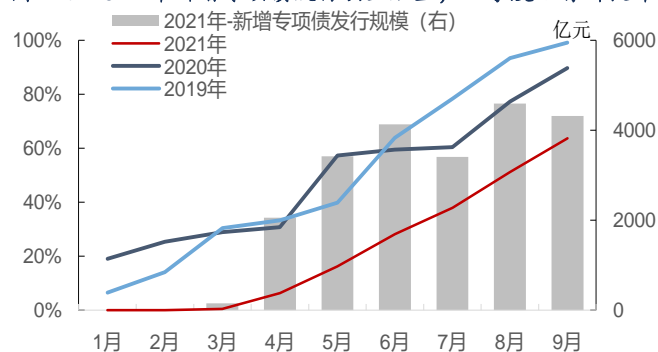


资料来源：万得，信达证券研发中心

三、多数省份四季度计划发行专项债全部剩余额度 且多数计划在 10-11 月

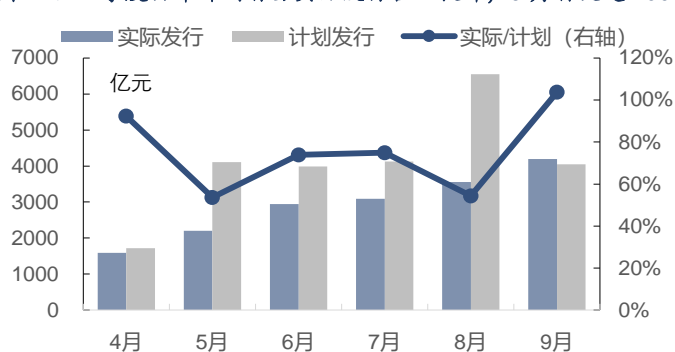
今年以来，地方政府专项债发行进度明显落后于预期，这一方面是由于财政要求专项债发行尽快形成实物工作量，对其前期准备工作的要求趋严有关，另一方面也是发债项目盈利能力的审核趋严的影响。在 7 月政治局会议提出合理把握地方政府债券发行进度，财政部在 8 月提出适度提速地方政府专项债券发行后，8-9 月新增专项债发行规模均达到了 4000 亿以上，相比于二季度的水平有所加快，但相对于 18 年以来三季度专项债发行进度在全年的占比而言，节奏仍然偏慢。

图 11：2021 年新增专项债发行明显后置，三季度已有所提升



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 12：三季度公布计划省份实际发行占比提升，9 月首次超 100%



资料来源：万得，信达证券研发中心

但是，值得注意的是，相对于部分省市公布的专项债发行计划，今年前 8 个月的实际发行规模均远低于计划值，4-8 月每月平均发行规模仅占计划的 70%。但到了 9 月，公布计划的省份专项债的发行规模首次超过了计划，这也是专项债发行将要提速的信号。

展望四季度，相对于5月财政部下达的新增专项债3.47万亿的限额，专项债待发的部分仍有1.26万亿，占比仍然达到了36%。而剩余专项债是否能在年内足额发行一直是市场关注的焦点。为了研究这一问题，我们将各省专项债的剩余额度与其四季度专项债的发行计划进行了比较。

在5月新一批专项债额度下达后，多数省份都已公布了财政预算调整方案，其中披露了2021年全年的新增专项债限额，还有一部分省份在9月底的人大常委会会议中正在审议相关方案草案，尚未完全公开。已公布方案的省与计划单列市共有19个，而这些省市又有13个已经公布了四季度的专项债发行计划。如果将这些省市专项债的剩余额度与四季度的发行计划相比较，可以发现其中云南、重庆、吉林、福建、广东、海南、山西、内蒙、北京9省市在四季度计划发行的规模均与剩余额度完全相同，浙江与深圳略低于全年剩余额度，而河北与甘肃甚至高于全年剩余额度。**这意味着多数省份至少有将剩余专项债额度全部发行完毕的计划。**尽管4-8月主要省份实际发行的进度落后于计划，但这可能仅是年内节奏的调整。而如果四季度发行计划再度推迟，就会导致全年发行规模与计划的大幅偏差，这可能与当前的政策目标不符。而9月专项债的发行规模已经与计划相当。因此，我们认为四季度专项债实际发行量按照计划发行的概率仍然较高。

图 13：四季度发债计划普遍与新增专项债限额待发部分相等，预计剩余额度仍将于年内发行完毕（单位：亿元）

省份	披露额度说明	2021年新增专项债限额	2020年新增专项债限额	2020年9月已发新增专项债	新增限额-已发专项债	已公布四季度新增专项债发行计划
天津	全年新增专项债限额	1062	1427	637	425	
浙江		2235	1771	1078	1157	868
云南		1226	1450	798	428	428
重庆		1215	1173	515	700	700
厦门		290	300	246	44	
河北		1850	1766	955	895	958
吉林		639	708	427	212	212
四川		1854	1819	761	1093	
福建（不含厦门）		1167	1179	982	185	185
河南		1724	1881	1387	337	
广东（不含深圳）		3189	2636	2057	1132	1132
海南		318	247	165	153	153
安徽		1635	1533	1364	271	
陕西		788	792	500	288	288
甘肃		662	719	572	90	180
青岛		435	380	360	75	75
内蒙古		643	789	109	534	
深圳		495	460	348	147	71
北京		840	872	587	253	253
贵州	提前批新增专项债限额	175	1096			
山西		288	726			
上海		625	946			
江苏		1328	2191			
湖南		553	1414			
青海		79	161			
合计		25315	28437			
全国新增专项债限额		34676	37471			
披露省份占比		73%	76%			

资料来源：万得，信达证券研发中心

对于四季度专项债的发行节奏，此前21世纪经济报道报道各地将预留约20%的额度在12月发行，这部分资金需在明年年初支出形成实物工作量。但是，我们近期在梳理相关省份的财政预算调整方案中发现，多数地方的表述是预留限额在四季度发行，只有四川与浙江两省明确说明将预留额度在年底或12月发行，并结转至2022年使用，确保2022年一季度重大项目的资金需求。

图 14：已披露预留额度省份的相关说明

省/市	预留额度 (亿元)	预留额度债券类型	预留额度发行时间	披露说明	日期
浙江	506	新增专项债	年底（12月）	拟 预留年底 用于市县新增专项债务额度506亿元。	2021.8.9
云南	428	新增专项债	未说明	财政部下达新增债务额度829亿元（一般63亿元、专项766亿元）。按照预算法及其实施条例规定，建议本次专项预算调整401亿元，其中一般债务额度63亿元，专项债务额度338亿元。 预留428亿元暂不分配 ，待项目审核后另向省人大常委会报告。	2021.7.27
重庆	160	预估为20亿新增一般债、140亿新增专项债	未说明	财政部共下达我市2021年新增债务限额1341亿元，其中一般126亿元，专项1215亿元。此次对剩余限额844亿元拟分配如下：市本级使用160亿元（一般3.5亿元、专项156.5亿元），区县使用524亿元（一般55.5亿元、专项468.5亿元）， 预留限额160亿元 。	2021.7.26
天津	157.7	新增专项债	未说明	本次下达限额435亿元，包括一般债务5亿元、专项债务430亿元。综合考虑财力状况、项目需求和债务风险等因素，本次拟分配限额277.3亿元，其中市级82.8亿元、区级194.5亿元， 特分配限额157.7亿元 。	2021.8.12
吉林	150	新增专项债	未说明	2021年财政部共分配下达我省新增地方债务限额878亿元，目前已安排728亿元， 待安排150亿元 。	2021.8.17
厦门	40	新增专项债	四季度	2021年5月财政部再次下达我市新增地方债务额度178亿元（一般债7亿元、专项债171亿元），按财政部要求，这部分新增债券拟于7月发行138亿元， 第四季度发行40亿元 ，在明年一季度支出。	2021.6.22
四川	/	新增地方债	12月	统筹安排今明两年新增地方政府债券，按照财政部统一部署， 适当预留部分2021年新增债券额度于12月发行 并结转至2022年使用，确保2022年一季度重大项目资金需求。	2021.7.27

资料来源：万得，信达证券研发中心

结合部分省份目前已公布的四季度地方债发债计划，尽管多数在四季度计划发行全年全部的剩余额度，但是多数省份的计划仍集中在 10-11 月，仅有贵州省和已在预算调整计划中明确说明将在 12 月部分发行的浙江以及吉林两省在 12 月有专项债的发行计划。而此前说明预留 160 亿额度的重庆市，其在四季度的专项债发行计划分别是 10 月 340 亿、11 月 360 亿，也并没有在 12 月计划的部分。因此，我们预计多数省份专项债的发行仍将在 10-11 月完成。

图 15：截至 9 月 29 日已公布四季度地方债发债计划省份分布（单位：亿元）

公布计划省份	10月			11月			12月		
	新增一般债	新增专项债	再融资债	新增一般债	新增专项债	再融资债	新增一般债	新增专项债	再融资债
大连			80						
云南		428				132			
青岛			31		75	0			
北京	39	253	6			29			
吉林		25			124	0		63	
江苏	71	285			335	0			
新疆			48			26			
贵州		27	160					50	
江西	92	500							
湖北	7	400	232		418				
广东	80	813	73		319	80			
海南	14	153				71			
深圳		71							
浙江（不含宁波）		15	517		347	0	30	506	
山东（不含青岛）	31	518			100	0			
重庆	59	340			360	0			
陕西	74	102			186	16			
河北		480		15	478	0			
湖南	85	500			369	150			
甘肃		90			90	72			
宁波					80	0			
福建				3	185	0			
合计	552	5000	1147	18	3465	576	30	619	0
汇总		6700			4059			649	

资料来源：万得，信达证券研发中心

目前已经公布四季度发行计划的省与计划单列市共有 22 个，其在 10 月的专项债的发行计划为 5000 亿、11 月为 3465 亿、12 月为 619 亿。这些省份在 2020 年新增专项债务的限额占全国的比重为 71%。如果假设其发行规模占全国的比重与 2020 年限额占比相当进行推算，10 月新增专项债的发行规模将达到 7000 亿，11 月也将接近 5000 亿，而剩余 12 月发行的部分可能不足千亿。但是，按照之前的经验，确实有部分省份将季度首月和季度中月计划发行的规模向季度末月进行了推迟。因此，我们将二三季度季首月和季中月实际发行与计划的比例

与全部按计划发行的情况进行了折中，假设 10 月实际发行规模为计划的 92%，11 月实际发行的规模为计划的 77%，剩余全部在 12 月发行。在这样的情况下，10-12 月新增专项债的发行规模将分别为 6385、3703 和 2520 亿元。

四、四季度新增一般债与再融资债发行展望

在对于国债和地方政府新增专项债估计后，我们再对四季度地方政府新增一般债和再融资债发行情况进行展望。

截至 9 月底，已累计发行 6819 亿元新增一般债，而考虑 5 月财政部已下调地方新增一般债限额至 8000 亿元，在当前新增政府债限额大概率发完的背景下，假设剩余待发 1181 亿元 10-12 月平均发行，则每月待发新增一般债规模或在 400 亿左右。

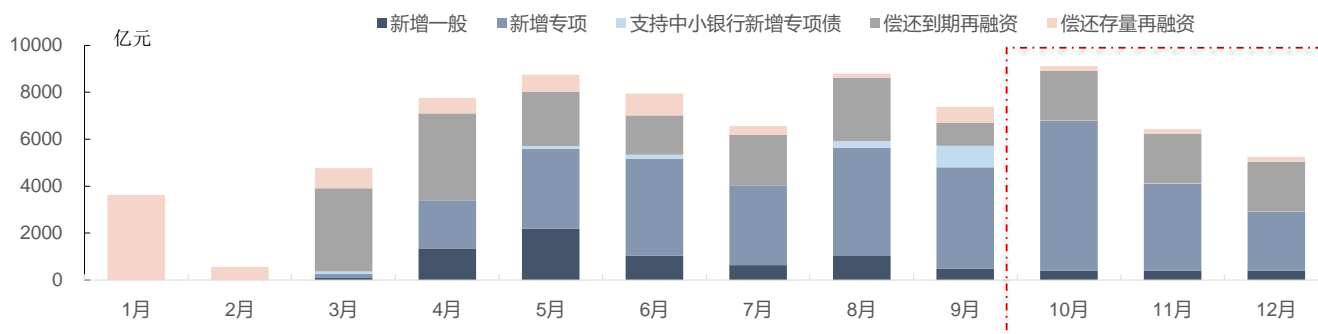
根据近年历史经验，偿还到期债务的再融资债券限额约为全年地方债到期规模的 88%，据此估计 2021 年偿还到期债务再融资总规模或约 2.35 万亿，而截至 9 月底已累计发行 1.71 万亿，若剩余待发部分于 10-12 月平均发行，则每月待发偿还到期再融资债约 2000 亿上下。

此外，年初我们假设去年新增的偿还存量债务再融资债额度于 2021 年仍剩余 6000 亿元待发，而截至 9 月底已累计发行 8579 亿元。但考虑其季度发行规模逐步缩减约 50%，Q1-Q3 发行规模分别为 5037 亿元、2323 亿元、1218 亿元，预计 Q4 偿还存量债务再融资发行规模或进一步降至 600 亿上下，若仍于 10-12 月平均分布，则四季度每月待发偿还存量债务再融资规模或约 200 亿元左右。

最后，去年新增专项债额度中有 2000 亿元用于支持中小银行，而 2020 年仅发行 353 亿元，2021 年剩余待发 1647 亿元。截至 9 月底，支持中小银行新增专项债已累计发行 1594 亿元，或意味着四季度仅待发行 53 亿元，平均到每月经约 18 亿元。

综合考虑各类地方债发行规模，预计 10-12 月地方债发行规模分别约为 9100 亿元、6400 亿元、5300 亿元，考虑到到期规模后，10-12 月对应净融资规模分别为 7300 亿元、5000 亿元、4900 亿元；四季度地方债发行高峰或集中于 10 月。

图 16：四季度地方债发行规模或接近于 Q3，节奏上主要集中于 10 月



资料来源：万得，信达证券研发中心

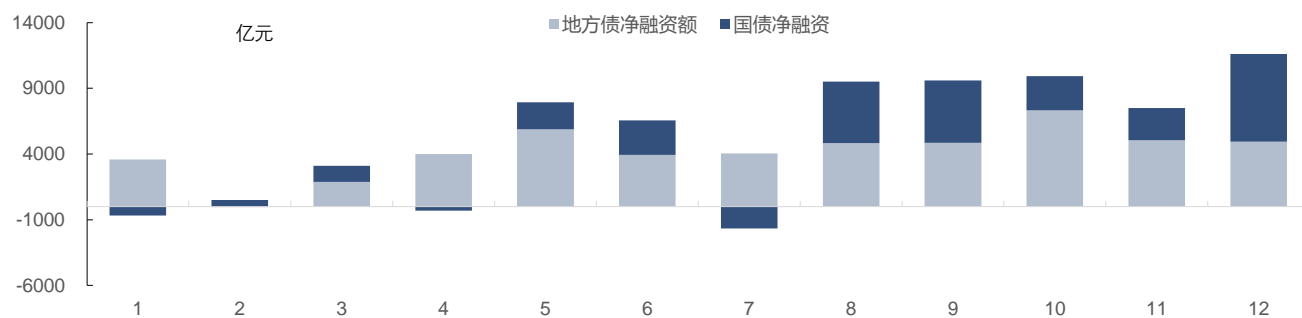
五、预计四季度政府债月均净融资规模仍将接近万亿

总体来看，四季度政府债发行规模后将达到 4.34 万亿，为全年政府债发行高峰，考虑到到期后净融资规模高达 2.9 万亿，远高于去年同期的 1.66 万亿。节奏上相对较为平稳，10-12 月政府债净融资规模分别达 0.99 万亿、

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 10

0.75 万亿、1.16 万亿。

图 17：四季度政府债净融资规模分布相对较为均匀，12 月或为全年政府债净融资高峰



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

风险因素

政府债发行不及预期

研究团队简介

李一爽，信达证券固定收益首席分析师，复旦大学经济学硕士，6年宏观债券研究经验，曾供职于国泰君安证券、中信建投证券，在经济比较研究以及大类资产配置方面具有丰富的研究经验，团队曾获得新财富债券研究2016年第一名、2017年第四名。

周俚君，新加坡国立大学数量金融学硕士，曾供职于首席经济学家论坛从事宏观经济方向研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。