

## 合理把握信贷投放节奏，引导稳定社会预期

——2023年一季度货币政策执行报告解读

## 债券研究

## 核心观点

从《2023年第一季度中国货币政策执行报告》的表述看，货币政策在延续稳增长、促信贷、防风险的总基调的基础上，对于信贷工作、风险防控和债市规范有了一些新的要求。（1）合理把握信贷投放节奏，下一阶段信贷投放将总量和结构并重，在稳预期、促消费方面起到更为积极的作用。（2）关注物价走势边际变化，引导稳定社会预期，货币政策将更加精准有力，对于有利于恢复生产和消费预期的领域重点予以支持，结构性工具可能使用更加积极。（3）房地产企业和房地产行业风险化解工作持之以恒，央行在一季度货政报告中继续将房地产企业和行业风险化解工作摆在重要位置，并提出建立房地产行业发展新模式。（4）继续加强金融风险防控和债市规范。

## 货币政策执行报告要点解析

一季度信贷投放节奏较快，社融和信贷数据在结构和总量上均改善明显，对一季度稳增长工作形成有力支持。下一阶段稳健的货币政策要精准有力，保持货币信贷总量适度、节奏平稳，引导金融机构把握好信贷投放节奏和力度，按照市场化、法治化原则满足实体经济有效贷款需求，尤其是增强信贷总量增长的稳定性和可持续性，有力支持实体经济健康良性发展。

一季度以来，我国物价指数同比增幅持续低位，消费和生产价格增幅的回落显示企业生产和居民消费需求恢复缓慢。央行提出要着力稳预期、强信心、抓落实，突出做好稳增长稳就业稳物价工作，关注物价走势边际变化，引导稳定社会预期。

动房企纾困专项再贷款和租赁住房贷款支持计划落地生效，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，加快完善住房租赁金融政策体系，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。

针对近期债券承销和定价方面出现的风险事件，央行要求进一步规范债券承销行为和提升做市功能，推动债券承销做市一体化，增强一二级市场联动，提升债券定价的有效性和传导功能，引导市场适当分层，坚持市场化、法治化原则，加大对债券市场违法违规行查处力度。

**风险提示：海外市场衰退、地缘冲突、宽信用加速**

曾羽

zengyu@csc.com.cn

010-85156333

SAC 编号:s1440512070011

研究助理：刘瑞丰

liurui Feng@csc.com.cn

010-81158047

发布日期：2023年05月27日

## 相关研究报告

- |          |   |
|----------|---|
| 23.05.24 | 【中信建投固定收益】利率债:基本面预期催化行情，广义基金再现增持——2023年4月托管数据点评 |
| 23.05.22 | 【中信建投固定收益】利率债:利率汇率合理均衡，美债利率全线上行——利率债周报          |
| 23.05.21 | 【中信建投固定收益】利率债:MLF利率持平，利率曲线小幅回调                  |

## 一、2023 年一季度货币政策执行报告解读

我们在报告《稳健的货币政策要精准有力——2022 年四季度货币政策执行报告解读》中指出，央行 2023 年工作重点着力四个方面，一是支持扩大内需，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配；二是畅通货币政策传导渠道，健全市场化利率形成和传导机制，完善中央银行政策利率体系；三是支持商业银行多渠道补充资本，健全可持续的资本补充机制，形成更加连续有效的二级市场价格；四是加强金融、地方债务风险防控。从《2023 年第一季度中国货币政策执行报告》（以下简称一季度货政报告）的表述看，货币政策在延续稳增长、促信贷、防风险的总基调的基础上，对于信贷工作、风险防控和债市规范有了一些新的要求。现就文中要点解读如下。

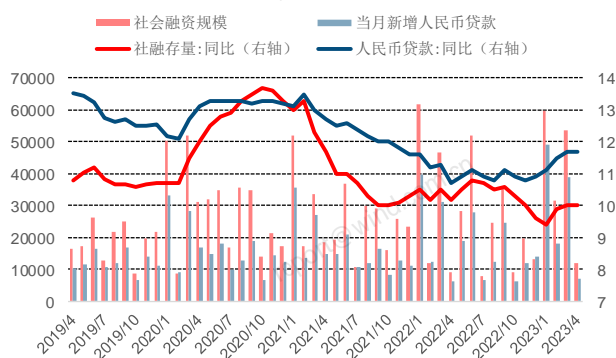
**（1）合理把握信贷投放节奏。**一季度信贷投放节奏较快，社融和信贷数据在结构和总量上均改善明显，对一季度稳增长工作形成有力支持。一季度货政报告指出，下一阶段稳健的货币政策要精准有力，保持货币信贷总量适度、节奏平稳，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，引导金融机构把握好信贷投放节奏和力度，按照市场化、法治化原则满足实体经济有效贷款需求，尤其是**增强信贷总量增长的稳定性和可持续性**，有力支持实体经济健康良性发展。因此下一阶段信贷投放将总量和结构并重，在稳预期、促消费方面起到更为积极的作用。

**（2）关注物价走势边际变化，引导稳定社会预期。**一季度以来，我国物价指数同比增幅持续低位，1-4 月各月 CPI 同比分别为 2.1%、1.0%、0.7% 和 0.1%，PPI 则是 -0.8%、-1.4%、-2.5% 和 -3.6%，消费和生产价格增幅的回落显示企业生产和居民消费需求恢复缓慢。央行在一季度货政报告中提出要着力稳预期、强信心、抓落实，突出做好稳增长稳就业稳物价工作，关注物价走势边际变化，引导稳定社会预期。预计下一阶段货币政策将更加精准有力，对于有利于恢复生产和消费预期的领域重点予以支持，结构性工具可能使用更加积极。

**（3）房地产企业和房地产行业风险化解工作持之以恒。**一季度货政报告提出推动房企纾困专项再贷款和租赁住房贷款支持计划落地生效，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，加快完善住房租赁金融政策体系，促进房地产市场平稳健康发展，**并推动建立房地产业发展新模式**。房地产作为我国居民财富积累的主要形式，其市场健康发展不仅关系到经济稳定，也对预期修复和需求回升至关重要。央行在一季度货政报告中继续将房地产企业和行业风险化解工作摆在重要位置，并提出建立房地产业发展新模式，预计后续将进一步推出更有针对性的企业融资和行业支持政策。

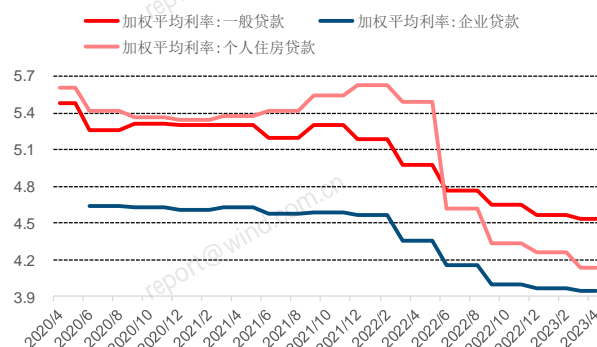
**（4）继续加强金融风险防控和债市规范。**在经济周期反复阶段，地方财政面临的税收下降、土地财政萎缩、地方支出大幅上升、显性和隐性债务负担加剧等困境。地方债务风险联结着金融风险、区域风险和系统性风险，而守住不发生系统性风险是央行现阶段工作的底线之一。一季度货政报告再次强调，要加快推进金融稳定保障体系建设，完善金融稳定立法和金融稳定保障基金制度，进一步健全金融风险防范、化解、处置长效机制，推动处置机制市场化、法治化、常态化，发挥存款保险市场化、法治化处置平台作用，支持重点区域和机构风险化解。同时，针对近期债券承销和定价方面出现的风险事件，央行要求进一步规范债券承销行为和提升做市功能，推动债券承销做市一体化，增强一二级市场联动，提升债券定价的有效性和传导功能，引导市场适当分层，促进银行间债券市场运行效率提升和基础设施服务多元化。坚持市场化、法治化原则，继续贯彻“零容忍”理念，加大对债券市场违法违规行为查处力度。

图表1： 2023 年一季度各月社融超预期，结构有所改善



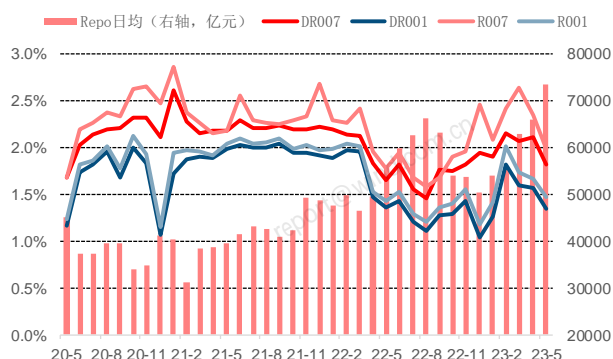
资料来源：Wind，中信建投

图表2： 央行引导实体融资成本走低



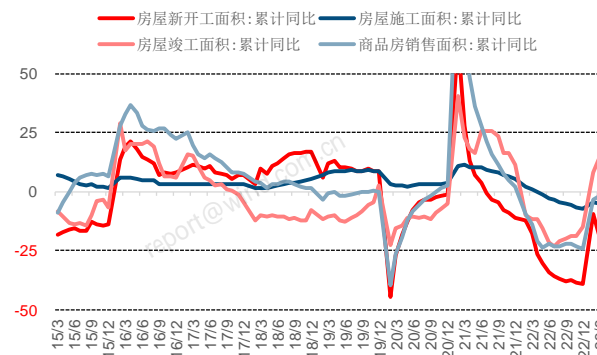
资料来源：Wind，中信建投

图表3： 一季度以来流动性先紧后松



资料来源：Wind，中信建投

图表4： 房地产开工与销售边际好转



资料来源：Wind，中信建投

## 二、货币政策执行报告内容对比

图表5： 2023 年一季度货币政策执行报告与 2022 年四季度报告部分内容对比

	2023 年一季度	2022 年四季度
宏观经济判断	<p>全球主要经济体增长放缓，美欧通胀回落速度不及预期，硅谷银行、瑞士信贷等事件引发金融市场剧烈波动，货币政策在物价稳定、充分就业之外增加了对金融稳定的艰难权衡。地缘政治冲突升级风险仍存，保护主义、单边主义抬头，或进一步影响全球经济秩序。</p> <p>一季度，面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，各地区各部门着力稳预期、强信心、抓落实，突出做好稳增长稳就业稳物价工作，疫情防控较快平</p>	<p>近期全球通胀有所回落，但仍处于历史高位。主要发达经济体持续加息缩表进程，世界经济复苏动能减弱，全球金融市场大幅波动。本轮“加息潮”的累积效应还将显现，未来需关注其对全球经济增长、资本流动、市场运行等带来的影响。</p> <p>2022 年，面对复杂严峻的国内外形势和多重超预期因素冲击，各地区各部门高效统筹疫情防控和经济社会发展，加快落实稳经济一揽子政策措施，有力支持宏观经济大盘稳定，经济总量再上新台阶。</p>

	2023 年一季度	2022 年四季度
	稳转段，生产需求企稳回升，经济运行开局良好。	
政策思路——总体	<p>稳健的货币政策要精准有力，<b>总量适度，节奏平稳</b>，搞好跨周期调节，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配。着力支持扩大内需，为实体经济提供有力、稳固支持，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞大水漫灌”，稳固对实体经济的可持续支持力度。保持流动性合理充裕，保持信贷总量有效增长，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，助力实现促消费、扩投资、带就业的综合效应。结构性货币政策工具聚焦重点、合理适度、有进有退，引导金融机构加强对普惠金融、科技创新、绿色发展等领域的金融服务，推动消费有力复苏，增强经济增长潜能。持续发挥政策性开发性金融工具的作用，更好地撬动有效投资。继续深化利率市场化改革，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制的重要作用，为普惠金融、科技创新、绿色发展等重点领域和薄弱环节提供有力支持。持续发挥政策性开发性金融工具的作用，增强政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，增强人民币汇率形成中起决定性作用，增强人民币汇率弹性，优化预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。统筹金融支持实体经济与风险防范，<b>防范境外风险向境内传导</b>，守住不发生系统性金融风险的底线。</p>	<p>稳健的货币政策要精准有力。要搞好跨周期调节，既着力支持扩大内需，为实体经济提供更有有力支持，又兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞大水漫灌”，稳固对实体经济的可持续支持力度。保持流动性合理充裕，保持信贷总量有效增长，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，助力实现促消费、扩投资、带就业的综合效应。结构性货币政策工具聚焦重点、合理适度、有进有退，引导金融机构加强对普惠金融、科技创新、绿色发展等领域的金融服务，推动消费有力复苏，增强经济增长潜能。持续发挥政策性开发性金融工具的作用，更好地撬动有效投资。继续深化利率市场化改革，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制的重要作用，为普惠金融、科技创新、绿色发展等重点领域和薄弱环节提供有力支持。持续发挥政策性开发性金融工具的作用，增强政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，增强人民币汇率形成中起决定性作用，增强人民币汇率弹性，优化预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。统筹金融支持实体经济与风险防范，<b>稳步推动重点企业集团、中小金融机构等风险化解</b>，保持金融体系总体稳定，守住不发生系统性金融风险的底线。</p>
政策思路——货币信贷	<p>保持货币信贷<b>总量适度</b>、节奏平稳。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配。<b>引导金融机构把握好信贷投放节奏和力度</b>，按照市场化、法治化原则满足实体经济有效融资需求，增强信贷总量增长的稳定性和可持续性，<b>有力支持实体经济健康良性发展</b>。密切关注国内外经济金融形势和主要央行货币政策变化，加强对流动性供求形势和金融市场变化的分析监测，灵活开展公开市场操作，进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性。</p>	<p>保持货币信贷合理平稳增长。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配。支持金融机构按照市场化、法治化原则满足实体经济有效融资需求，增强信贷总量增长的稳定性和持续性。密切关注国内外经济金融走势和主要央行货币政策变化，加强对流动性供求形势和金融市场变化的分析监测，灵活开展公开市场操作，进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性。</p>
政策思路——结构化工具	<p>结构性货币政策<b>聚焦重点、合理适度、有进有退</b>。保持再贷款、再贴现政策稳定性，继续对涉农、小微企业、民营企业提供普惠性、持续性的资金支持。实施好普惠小微贷款支持工具，提升小微企业的金融服务水平，支持稳企业保就业。实施好碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，支持符合条件的金融机构为具有显著碳减排效益的重点项目和煤炭煤电的清洁高效利用提供优惠利率资金。继续实施普惠养老、交通物流等专项再贷款政策，</p>	<p>发挥结构性货币政策工具的<b>激励引导作用</b>。保持再贷款、再贴现政策稳定性，继续对涉农、小微企业、民营企业提供普惠性、持续性的资金支持。实施好普惠小微贷款支持工具，保持对小微企业的金融支持力度，支持稳企业保就业。继续并行实施碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，支持符合条件的金融机构为具有显著碳减排效益的重点项目和煤炭煤电的清洁高效利用提供优惠资金。运用好科技创新再贷款和设备更新改造专项再贷款，有效满足制造</p>



	2023 年一季度	2022 年四季度
	<p><b>推动房企纾困专项再贷款和租赁住房贷款支持计划落地生效。</b></p>	<p>业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造信贷需求。继续实施普惠养老、交通物流等专项再贷款政策，落实好普惠小微贷款减息支持工具和收费公路贷款支持工具，推动保交楼贷款支持计划落地生效。</p>
政策思路——利率与汇率	<p>深化利率汇率市场化改革，以我为主兼顾内外平衡。继续推进利率市场化改革，完善中央银行政策利率体系，健全市场化利率形成和传导机制，引导市场利率围绕政策利率波动。落实存款利率市场化调整机制，着力稳定银行负债成本。发挥贷款市场报价利率改革效能，推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降。稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。加强预期管理，坚持底线思维，做好跨境资金流动的监测分析和风险防范，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。进一步发展外汇市场，引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，指导金融机构基于实需原则和风险中性原则积极为中小微企业提供汇率避险服务，维护外汇市场平稳健康发展。有序推进人民币国际化，进一步扩大人民币在跨境贸易和投资中的使用，深化对外货币金融合作，发展离岸人民币市场。稳步推进人民币资本项目可兑换和金融市场制度型开放。</p>	<p>深化利率汇率市场化改革，以我为主兼顾内外平衡。继续推进利率市场化改革，畅通货币政策传导渠道。健全市场化利率形成和传导机制，完善中央银行政策利率体系，引导市场利率围绕政策利率波动。落实存款利率市场化调整机制，着力稳定银行负债成本。发挥贷款市场报价利率改革效能，推动企业融资成本和个人消费信贷成本稳中有降。稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，增强人民币汇率弹性，加强预期管理，坚持底线思维，做好跨境资金流动的监测分析和风险防范，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。进一步发展外汇市场，引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，指导金融机构基于实需原则和风险中性原则积极为中小微企业提供汇率避险服务，维护外汇市场平稳健康发展。有序推进人民币国际化，进一步扩大人民币在跨境贸易和投资中的使用，深化对外货币金融合作，发展离岸人民币市场。开展跨境贸易投资高水平开放试点，提升跨境贸易投资自由化、便利化水平，稳步推进人民币资本项目可兑换和金融市场制度型开放。</p>
政策思路——金融支持实体	<p>构建金融有效支持实体经济的体制机制。持续开展小微企业信贷政策导向效果评估，督促指导金融机构加快建立金融服务小微企业敢贷愿贷能贷会贷长效机制，<b>提高小微企业融资可得性和便利性</b>。继续做好金融支持种业发展、农业农村基础设施建设等领域工作，增强金融服务能力，更好满足涉农领域多样化融资需求，助力全面推进乡村振兴，加快建设农业强国。牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，<b>有效防范化解优质头部房企风险</b>，改善资产负债状况，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，加快完善住房租赁金融政策体系，促进房地产市场平稳健康发展，<b>推动建立房地产业发展新模式</b>。</p>	<p>构建金融有效支持实体经济的体制机制。持续推进中小微企业金融服务能力提升工程，指导金融机构加快建立金融服务小微企业敢贷愿贷能贷会贷长效机制，优化小微企业信贷政策导向效果评估，不断提升小微企业金融服务的质量和效率。聚焦乡村振兴重点领域，抓紧抓好粮食和重要农产品生产金融服务，加大对种业振兴的金融支持力度，持续助力全面推进乡村振兴，加快建设农业强国。<b>推动政策性开发性金融工具加快支付使用，及时跟进配套贷款，强化存续期管理，发挥资金支持项目促投资稳大盘功能</b>。牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，改善优质头部房企资产负债状况，因城施策支持刚性和改善性住房需求，做好新市民、青年人等住房金融服务，确保房地产市场平稳发展。</p>
政策思路——金融	<p>不断深化金融改革，加快推进金融市场制度建设。继续推</p>	<p>不断深化金融改革，加快推进金融市场制度建设。继续推进</p>

	2023 年一季度	2022 年四季度
改革与市场制度建设	<p>进开发性、政策性金融机构改革，实现业务分类管理分账核算，强化资本约束，加强风险管理，健全激励机制，压实机构主体责任，更好发挥服务实体经济、服务国家战略的重要作用。完善债券市场法制，夯实公司信用类债券的法制基础。<b>进一步规范债券承销行为和提升做市功能，推动债券承销做市一体化，增强一二级市场联动，提升债券定价的有效性和传导功能。</b>继续扩大金融债券余额管理和宏观管理试点。加快柜台债券业务发展，<b>引导市场适当分层，促进银行间债券市场运行效率提升和基础设施服务多元化。</b>坚持市场化、法治化原则，继续贯彻“零容忍”理念，加大对债券市场违法违规行为查处力度。坚定不移推动债券市场对外开放。</p>	<p>开发性、政策性金融机构改革，实现业务分类管理分账核算，强化资本约束，加强风险管理，健全激励机制，压实机构主体责任，更好发挥服务实体经济、服务国家战略的重要作用。完善债券市场法制，夯实公司信用类债券的法制基础。加快构建多层次债券市场体系，继续扩大金融债券余额管理和宏观审慎管理试点，<b>支持商业银行多渠道补充资本，健全可持续发展的资本补充机制。</b>推动柜台债券业务发展，<b>为中小金融机构提供多元化的债券投资交易、托管结算等渠道，提高债券市场流动性，形成更加连续有效的二级市场价格。进一步完善债券承销和做市机制，增强一二级市场联动，提升债券定价的有效性和传导功能。</b>坚持市场化、法治化原则，继续贯彻“零容忍”理念，加大对债券市场违法违规行为查处力度。坚定不移推动债券市场对外开放。</p>
政策思路——风险管理体系	<p>持之以恒做好风险防范化解。进一步完善宏观审慎政策框架，提高系统性风险监测、评估与预警能力，丰富宏观审慎政策工具箱，稳步扩大宏观审慎政策覆盖面。完善系统重要性金融机构监管，推动系统重要性银行按时满足附加监管要求，加快推动我国全球系统重要性银行建立健全总损失吸收能力，切实提高风险抵御能力。健全金融控股公司监管制度框架，推动其依法合规经营。密切关注重点领域风险，继续按照“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹”的方针，<b>统筹发展和安全，压实金融风险处置各方责任，</b>压降存量风险、严控增量风险。<b>加快推进金融稳定保障体系建设，完善金融稳定立法和金融稳定保障基金制度，进一步健全金融风险防范、化解、处置长效机制，推动处置机制市场化、法治化、常态化。更好发挥存款保险功能，</b>稳步开展早期纠正，推动风险早识别、早预警、早纠正、早处置。<b>发挥存款保险市场化、法治化处置平台作用，支持重点区域和机构风险化解。</b>健全金融风险问责机制，对重大金融风险严肃追究问责，有效防范道德风险，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。</p>	<p>健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，构建防范化解金融风险长效机制。进一步完善宏观审慎政策框架，提高系统性风险监测、评估与预警能力，丰富宏观审慎政策工具箱，稳步扩大宏观审慎政策覆盖面。完善系统重要性金融机构监管，推动系统重要性银行按时满足附加监管要求，加快推动我国全球系统重要性银行建立健全总损失吸收能力，切实提高风险抵御能力。稳妥有序开展金融控股公司准入管理，统筹监管金融控股公司，不断完善相关监管制度体系，推动其稳健规范可持续发展。推动提高监管有效性，持续强化金融业审慎监管和行为监管，加强消费者和投资者保护。加强金融法治建设，进一步健全和完善金融风险防范、化解、处置长效机制，推动处置机制市场化、法治化、常态化。密切关注重点领域风险，继续按照“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹”的方针，压降存量风险、严控增量风险，加强金融、地方债务风险防控。进一步深化存款保险早期纠正和风险处置职能，不断提升风险监测预警能力，<b>发挥风险差别费率的激励约束作用，提高早期纠正的权威性。压实金融机构及其股东的主体责任、地方属地责任和金融管理部门的监管责任，形成风险处置合力，确保处置措施有效执行和落地。</b>健全金融风险问责机制，对重大金融风险严肃追究问责，有效防范道德风险，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。</p>

资料来源：中国人民银行网站，中信建投

### 三、风险提示

**海外市场衰退风险：**长时间通胀及俄乌冲突对美欧市场造成较大负面影响，企业成本上升，居民需求下降，工业品和消费品价格上涨，且预计存在粘性。今年海外市场衰退风险较大，蕴含逆全球化风险，我国科技发展及对外贸易面临较大压力。

**地缘冲突风险：**俄乌地缘冲突存在激化和扩大化可能，可能导致全球金融市场出现大幅波动，甚至出现系统性风险。

**宽信用加速风险：**随着稳增长政策不断推出，宽信用进程不断推进，我国信贷恢复势头明显，政府债供给充裕，基建、投资拉动作用明显。宽信用进一步加速将使得市场风险偏好升高，流动性局面弱于 2022 年，投资者要求风险回报收益率提升，拉动债券收益率上行，价格下跌。

## 分析师介绍

**曾羽：**中信建投证券固定收益首席分析师，研究发展部总监。四川大学经济学学士、硕士，金融硕导。曾从事房地产监管及市场分析工作，现深耕固定收益研究领域，对地方政府债务及房地产债务有长期深入研究。多年新财富、水晶球等评比最佳上榜分析师，其中 2016 年新财富固定收益第一名。

## 研究助理

**刘瑞丰：**北京大学金融学学士、硕士，香港中文大学经济学硕士，CFA，FRM，曾任职国有银行金融市场部，具有多年固收及外汇交易与投研经验，主要覆盖流动性与利率策略、利率债、货币政策及金融衍生品。 010-81158047 liuruifeng@csc.com.cn



## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
电话:(8610) 8513-0588  
联系人:李祉瑶  
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
电话:(8621) 6882-1600  
联系人:翁起帆  
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心35楼  
电话:(86755) 8252-1369  
联系人:曹莹  
邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
中环交易广场2期18楼  
电话:(852) 3465-5600  
联系人:刘泓麟  
邮箱:charleneliu@csci.hk