信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

从“逆周期”到“跨周期”，政策利率中枢作用强化

——二季度货币政策执行报告点评

2020 年 8 月 7 日

李一爽　分析师

证券研究报告

固收研究

点评报告

李一爽　　分析师
执业编号：S1500520050002
联系电话：+86 18817583889
邮　箱：liyishuang@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

从“逆周期”到“跨周期”，政策利率中枢作用强化

2020 年 8 月 7 日

本期内容提要

事件。8 月 6 日，央行发布《二季度货币政策执行报告》。在二季度经济形势好于预期的背景下，央行延续了 7 月政治局会议以及 5 月以来整体的政策基调，从强化逆周期调控到完善跨周期设计，淡化总量、重视结构，更加强调金融风险，要求政策具有可持续性，并且对 5 月以来资金利率的变化提出了解释，并将政策利率作为存单乃至国债收益率曲线的中枢，利率锚确定后市场的稳定性可能提升。我们认为有以下要点值得关注。

点评：

- 央行在二季度《货币政策执行报告》中对于货币政策在 5 月后的转向进行了解释。在二季度经济展现韧性的基础上，央行对于存在的问题坚定信心、保持定力，坚持以总量政策适度、融资成本明显下降、支持实体经济三大确定性应对高度不确定的形势，从“强化逆周期调控”转变为“完善跨周期设计和调节”，重视货币政策“可持续发展”，珍惜货币政策的长期空间，更加强调根据金融形势把握政策节奏，坚持稳增长与防风险的平衡。

- 对应在具体的政策操作上，央行对于总量政策进一步淡化，强调有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，重视结构性政策对于金融机构的正向激励、引导金融机构加大对经济重点和薄弱环节信贷以及发挥利率引导作用，降低社会融资成本的作用。

- 6 月一般贷款加权平均利率为 5.26%，较上季度下降 0.22%，同比下降 0.68%，如果按照全年让利要求测算，下半年加权利率仍有下行空间，仍然需要 LPR 调整或加大结构性政策的力度。而央行在提及要保持流动性合理充裕时，特别强调要引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行，政策利率的中枢地位进一步强化。央行还特别提到，MLF 利率作为中期政策利率，与作为短期政策利率的公开市场操作利率共同形成央行政策利率体系，同业存单、回购和拆借等银行之间融资工具的利率以及国债收益率曲线，大体也围绕央行政策利率波动，也 5 月以来资金利率调整以及近期同业存单利率调整的原因。但目前上述利率已经调整至均衡水平，央行政策可能回归中性，可能更加积极的补充流动性缺口，二季度以来超储率过低的现象可能得到一定的修正，市场的稳定性有望提升。

- 总体而言，本次《货币政策执行报告》淡化总量政策意味着进一步宽松的空间有限，但在市场利率已经调整至央行合意水平的背景下，货币政策短期进一步收紧的概率也不高，央行政策可能从前期的边际收紧回归中性，更加积极的补充流动性缺口，二季度以来超储率过低的现象可能得到一定的修正，市场的稳定性有望提升，10 年国债收益率有望维持在 2.8%到 3.0%的中枢波动。而从二季度利率下行的幅度，实现让利目标仍需综合融资成本进一步下行，如果 LPR 无法下行，

那么结构性政策也有加码的必要。此外，本次报告中也特别提到要加强与财政部门有机协同，促进政府债券顺利发行。因此，在 8-10 月政府债券供给的高峰期，央行或仍将加大投放力度甚至进行定向降准来维持市场稳定，投资者对于供给压力无需过于担心。

目 录

1.事件.....1
2.货币政策取向上，从“强化逆周期调控“转变为“完善跨周期设计和调节” 1
2.1 二季度经济形势好于预期，面对问题要坚定信心、保持定力 1
2.2 从“逆周期”到“跨周期”，强调可持续发展 1
2.3 防范金融风险被放在了更重要的位置，特别提及不良贷款问题 1
3.货币政策操作上淡化总量政策，政策利率作为市场利率锚的作用可能进一步发挥 2
3.1 淡化总量政策，更加重视结构性政策.....2
3.2 企业融资成本继续下降，实现全年让利目标下半年仍需下行.....2
3.3 强调政策利率的中枢地位，收益率定价体系锚确定。.....2
4. 总结.....3

图 目 录

图 1： 2020 年《二季度货币政策执行报告》重要变化一览..... 4

1.事件

8 月 6 日，央行发布《二季度货币政策执行报告》。在二季度经济形势好于预期的背景下，央行延续了 7 月政治局会议以及 5 月以来整体的政策基调，从强化逆周期调控到完善跨周期设计，淡化总量、重视结构，更加强调金融风险，要求政策具有可持续性，并且对 5 月以来资金利率的变化提出了解释，并将政策利率作为存单乃至国债收益率曲线的中枢，利率锚确定后市场的稳定性可能提升。我们认为有以下要点值得关注。

2.货币政策取向上，从“强化逆周期调控”转变为“完善跨周期设计和调节”

2.1 二季度经济形势好于预期，面对问题要坚定信心、保持定力

与一季度在疫情冲击下，强调“我国经济发展面临的挑战前所未有，必须充分估计困难、风险和不确定性，切实增强紧迫感”，在二季度我国经济展现出强劲韧性，在常态化疫情防控中经济社会运行基本趋于正常， 经济加快恢复增长。央行更加强调我国经济长期向好的基本面没有变。尽管全球经济与我国自身都面临一些问题， 对此要客观认识、理性看待，坚定信心、保持定力。这一判断是央行近期政策逐步回归常态化的根本原因。

2.2 从“逆周期”到“跨周期”，强调可持续发展

在经济形势有所好转的背景下，《执行报告》提出“坚持以总量政策适度、融资成本明显下降、支持实体经济三大确定性应对高度不确定的形势”。从一季度多次强调“强化逆周期调控”转变为“完善跨周期设计和调节”，货币政策在坚持把支持实体经济恢复放到更加突出的位置的基础上，又增加了“可持续发展”的提法，更加珍惜货币政策的长期空间，并在专栏 4 中强调了全球低利率的不良影响，强调 2020 年以来我国坚持实施正常的货币政策。

2.3 防范金融风险被放在了更重要的位置，特别提及不良贷款问题

《执行报告》中还将一季度“根据疫情防控和经济形势的阶段性变化，把握好政策力度、重点和节奏”，改为“根据……经济金融形势……，把握好政策力度、节奏和重点”，特地提及金融形势，并把政策节奏放在了重点之前，强调“稳增长”与“防风险”之间的平衡。央行特别提到的是要使银行特别是中小银行不良贷款的风险，并且提前筹划、稳妥应对疫情冲击下未来银行业不良贷款上升风险，并在专栏 3 中特别介绍了对于包商银行的处置流程。而对于杠杆率提升的问题，央行表示随着经济增速向潜在水平回归，宏观杠杆率也将逐步回归至合理水平，更多是从分母角度考量。本次报告延续了政治局会议的说法，

强调社融与 M2 合理增长，信用扩张可能边际放缓，但整体可能保持稳定。

3.货币政策操作上淡化总量政策，政策利率作为市场利率锚的作用可能进一步发挥

3.1 淡化总量政策，更加重视结构性政策

二季度报告中将一季度的“运用总量和结构性政策，保持流动性合理充裕”，改为“综合运用并创新多种货币政策工具……“，结合前文”总量政策适度“的表述，总量政策经进一步淡化，这也是考虑到总量政策过度投放可能带来的后遗症。央行强调有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”。而央行在专栏 1 中特别强调了今年以来已通过二次定向降准释放资金 9500 亿，出台三批再贷款再贴现 1.8 万亿，目前最后一批 1 万亿再贷款截至 7 月 27 日，已累计发放 4573 亿元；两个创新直达实体货币政策工具提供资金 4400 亿。央行还认为，结构性政策存在——建立对金融机构的正向激励；优化信贷“报销”机制，引导金融机构加大对经济重点和薄弱环节信贷支持；发挥利率引导作用，降低社会融资成本——这三方面的功能。但是，本次报告中也特别提到要加强与财政部门有机协同，促进政府债券顺利发行。在 8-10 月政府债券供给的高峰期，央行或仍将加大投放力度甚至进行定向降准来维持市场稳定。

3.2 企业融资成本继续下降，实现全年让利目标下半年仍需下行

二季度下调 LPR 利率 20BP，6 月一般贷款加权平均利率为 5.26%，较上季度下降 0.22%，同比下降 0.68%，企业贷款加权平均利率为 4.64%，较上季度下降 0.18%，同比下降 0.64%。对比一季度在财政贴息等因素影响下，一般贷款利率在 LPR 下降 10BP 的背景下，下滑超过 30BP，但二季度一般贷款利率的降幅已经与 LPR 的降幅大体相当。根据我们此前的测算，央行通过利率下行让利 9300 亿元，如果假设债券利率维持在当前水平，大约仅能让利 800 亿元，剩余 8500 亿元均要通过贷款利率下行实现，这就需要一般贷款利率下降至少 70BP。但考虑 2019 年四季度 LPR 改革后一般贷款利率已经开始下行，因此想要实现全年目标，年末一般贷款加权利率仍要降至 5%左右。但如果 LPR 不进行调节，可能也需要结构性政策进一步加码。

3.3 强调政策利率的中枢地位，收益率定价体系锚确定。

央行在提及要保持流动性合理充裕时，特别强调要引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行，政策利率的中枢地位进一步强化。在回顾二季度形势时，提到同时通过多种方式加强预期管理， 促使货币利率围绕公开市场操作利率平稳运行，发挥了公开市场操作利率作为短期市场利率中枢的作用，显示当前资金利率的水平或已达到央行的何意水平。此外，央行在专栏 2 介绍货币政策的传导机制时，还强调 MLF 利率作为中期政策利率，与作为短期政策利率的公开市场操作

利率共同形成央行政策利率体系，同业存单、回购和拆借等银行之间融资工具的利率以及国债收益率曲线，大体也是围绕央行政策利率波动的。这样的说法也解释了 7 月以来同业存单利率提高的原因，央行最近数月缩量续作 MLF 与 TMLF 回笼资金，使得大行增加同业存单的发行补充流动性，最终使得 1 年期同业存单利率已经接近 1 年期 MLF 利率。此外，7 天逆回购利率是 DR007 的中枢，衡量市场参与者进行交易的融资成本，或与短期一年期国债利率匹配，1 年期 MLF 利率是银行负债成本的中枢，可以影响银行配置债券的决策，或与 10 年期国债利率匹配，这可能是国债收益率曲线，大体也是围绕央行政策利率波动的内涵。如果从这个角度看，经过了前期调整后，国债利率、同业存单利率大致也都修正到了央行所指称的均衡水平附近，央行政策可能回归中性，可能更加积极的补充流动性缺口，二季度以来超储率过低的现象可能得到一定的修正，市场的稳定性有望提升。

4. 总结

央行在二季度《货币政策执行报告》中对于货币政策在 5 月后的转向进行了解释。在二季度经济展现韧性的基础上，央行对于存在的问题坚定信心、保持定力，坚持以总量政策适度、融资成本明显下降、支持实体经济三大确定性应对高度不确定的形势，从“强化逆周期调控”转变为“完善跨周期设计和调节”，重视货币政策“可持续发展”，珍惜货币政策的长期空间，更加强调根据金融形势把握政策节奏，坚持稳增长与防风险的平衡。

对应在具体的政策操作上，央行对于总量政策进一步淡化，强调有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，重视结构性政策对于金融机构的正向激励、引导金融机构加大对经济重点和薄弱环节信贷以及发挥利率引导作用，降低社会融资成本的作用。

6 月一般贷款加权平均利率为 5.26%，较上季度下降 0.22%，同比下降 0.68%，如果按照全年让利要求测算，下半年加权利率仍有下行空间，仍然需要 LPR 调整或加大结构性政策的力度。而央行在提及要保持流动性合理充裕时，特别强调要引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行，政策利率的中枢地位进一步强化。央行还特别提到，MLF 利率作为中期政策利率，与作为短期政策利率的公开市场操作利率共同形成央行政策利率体系，同业存单、回购和拆借等银行之间融资工具的利率以及国债收益率曲线，大体也围绕央行政策利率波动，也 5 月以来资金利率调整以及近期同业存单利率调整的原因。但目前上述利率已经调整至均衡水平，央行政策可能回归中性，可能更加积极的补充流动性缺口，二季度以来超储率过低的现象可能得到一定的修正，市场的稳定性有望提升。

总体而言，本次《货币政策执行报告》淡化总量政策意味着进一步宽松的空间有限，但在市场利率已经调整至央行合意水平的背景下，货币政策短期进一步收紧的概率也不高，央行政策可能从前期的边际收紧回归中性，更加积极的补充流动性缺口，二季度以来超储率过低的现象可能得到一定的修正，市场的稳定性有望提升，10 年国债收益率有望维持在 2.8%到 3.0%的中

枢波动。而从二季度利率下行的幅度，实现让利目标仍需综合融资成本进一步下行，如果 LPR 无法下行，那么结构性政策也有加码的必要。此外，本次报告中也特别提到要加强与财政部门有机协同，促进政府债券顺利发行。因此，在 8-10 月政府债券供给的高峰期，央行或仍将加大投放力度甚至进行定向降准来维持市场稳定，投资者对于供给压力无需过于担心。

图 1： 2020 年《二季度货币政策执行报告》重要变化一览

货币政策执行报告对比	2020Q2	2020Q1
全球经济形势	随着复工复产推进，部分经济体指标逐步改善。	全球经济衰退已成定局。
国内经济形势	二季度 GDP 同比增长 3.2%，明显好于预期。中长期看，我国经济稳中向好、 长期向好、高质量发展的基本面没有改变。 常态化疫情防控中经济社会运行基本趋于正常，**经济加快恢复增长。经济已由一季度疫情带来的“供需冲击”演进为“供给快速恢复、需求逐步改善”，市场预期总体稳定**，下半年经济增速有望回到潜在增长水平。 两新一重有力推进，新产业、新业态、新动能正在形成并快速发展。 世界经济陷入衰退，国际疫情仍处于较长的高峰平台期，地缘政治紧张局势抬头、部分国家间经贸摩擦日益深化；国内防范疫情输入和世界经济风险压力仍较大，**餐饮旅游、文化娱乐等服务业恢复相对缓慢。** 随着经济增速向潜在水平回归，宏观杠杆率也将逐步回归至合理水平。 将改革和调控、短期和长期、内部均衡和外部均衡结合起来，增强经济竞争力、创新力、抗风险能力，牢牢把握扩大内需战略基点。	今年一季度，新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击。但新冠肺炎疫情的影响是总体可控的，短期面临的巨大挑战改变不了中国经济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面。 疫情防控常态化中经济社会运行逐步趋于正常，~~**复工复产正在逐步接近或达到正常水平。**~~ 国内经济面临挑战增多。世界经济衰退风险加剧，国际疫情持续蔓延，不稳定不确定因素显著增多；防范疫情输入、国际经济风险压力、~~**复工复产与经济社会发展面临新困难。**~~

物价	物件涨幅总体下行，不存在长期通胀或通缩的基础。 **近期部分省份汛情可能给农产品生产运输造成影响，发达经济体货币供应量快速攀升未来可能推高大宗商品价格，全球疫情演进及防控措施对供应链、产业链的冲击还有不确定性，**可能导致短期物价扰动。	物价形势总体可控，通胀预期基本平稳，对未来变化需持续观察。 短期，~~**新冠肺炎疫情等因素可能从供求两个方面对物价形成扰动。**~~不存在长期通胀或通缩的基础。
货币政策展望	【政策方向】稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向；完善跨周期设计和调节；实现稳增长和防风险长期均衡；要增强针对性和时效性，根据疫情防控和经济金融形势把握货币政策的**力度、节奏和重点**。**坚持把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置。有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”。**推动金融、科技、产业形成良性循环和三角互动；加快形成以国内循环为主体、国内国际双循环互促新格局。 【流动性】从疫情防控和经济发展实际出发，综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕。 【利率】引导市场利率围绕公开市场利率和中期借贷便利利率平稳运行。 【M2&社融】**保持货币供应量和社会融资规模合理增长。** 【支持实体】促进贷款投放与市场主体实际资金需求相匹配，使资金平稳有序地投向实体经济，支持经济增长向潜在增速回归。 【金融体系让利】**通过降低综合融资成本**、发放优惠利率贷款、实施中小微企业贷款延期还本付息等一系列政策，推动金融体系向各类企业合理让利。 【政策协同】加强与财政部门有机协同，促进政府债券顺利发行，发挥与就业、产业、投资、消费等政策合力。	【政策方向】稳健的货币政策更加灵活适度，~~强化逆周期调节~~，保持流动性合理充裕。根据疫情防控和经济形势把握货币政策的**力度、重点和节奏**。~~**把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置，运用总量和结构性政策。充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务。持续**深化 LPR 改革，引导贷款市场利率下行。促进国民经济整体良性循环。~~ 【流动性】~~加强对流动性供求和国内外市场的监测，~~综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕。 【利率】增强调控前瞻性、精准性、主动性和有效性，进一步把握好流动性投放的力度和节奏，~~维护货币市场利率在合理区间平稳运行。~~ 【M2&社融】~~**保持 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高。**~~ 【支持实体】~~在多重目标汇中寻求动态平衡，更加重视经济增长、就业等目标，以更大的政策力度对冲疫情影响，为有效防控疫情、支持实体经济恢复发展营造适宜的货币金融环境。~~ 【正常货币政策地位】~~处理好内部均衡和外部均衡之间的平衡，维护我国在全球主要经济体中少数实行正常货币政策国家的地位。~~

信贷政策	**引导金融资源向乡村振兴领域集聚。推动制造业银企对接，加大制造业中长期融资支持。** **长端兼顾、综合施策，持续开展商业银行中小微企业金融服务能力提升工程，优化银行内部信贷资源配置和考核激励。**	促进金融要素流向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，促进产业和消费双升级。 引导金融机构完善内部考核激励，提高尽职免责认定比例，加强与政府性担保机构合作，将更多信贷资源配置到小微、民营企业等领域。发展供应链金融，依托核心企业信用加大对中小微企业融资支持。对保持就业岗位基本稳定的企业尤其是中小微企业，适当延长延期还本付息政策。
贷款利率&超储率	6 月贷款加权平均利率为 5.06%，一般贷款加权平均利率为 5.26%。 6 月末，金融机构超额准备金利率为 1.6%，比上年同期下降 0.4 个百分点。	3 月贷款加权平均利率为 5.08%，一般贷款加权平均利率为 5.48%。 3 月末，金融机构超额准备金率为 2.1%，比上年同期高 0.8 个百分点。
房地产政策	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，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度。	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。
利率改革	8 月底基本完成存量浮动利率贷款定价基准转换工作，疏通货币政策传导机制，用改革的办法推动综合融资成本明显下降。	用改革的办法~~促进社会融资成本进一步下行。~~
防风险	把握好抗击疫情、恢复经济和防控风险之间的关系，稳妥推进各项风险化解任务。 支持银行特别是中小银行多渠道补充资本和完善治理，加大不良贷款处置力度，增强金融机构的稳健性。	抓住重点，把握节奏，确保各项风险化解任务目标如期完成。

	【完善结构性货币政策工具体系】 1、**货币政策只注意总量，会造成更大的结构扭曲；结构性货币政策有利于提高资金使用效率。** 2、今年以来加大结构性货币政策工具运用力度。（定向降准 9500 亿；普惠型再贷款再贴现 1.8 万亿；两个创新直达实体货币政策工具 4400 亿） 3、结构性货币政策三大功能：建立对金融机构的正向激励；优化信贷“报销”机制，引导金融机构加大对经济重点和薄弱环节信贷支持；发挥利率引导作用，降低社会融资成本。	【我国货币政策向实体经济传导更为通畅】 1、银行货币创造面临的流动性、资本、利率三大约束明显缓解，货币政策传导机制更畅通，传导效率明显提高。 2、与欧美对比贷款投放的量（我国倍数放大效应较大）与价（我国企业贷款利率下行幅度超过同期政策利率），我国货币政策向实体传导更为通畅。
专栏	【完善利率传导机制】 1、MLF 利率代表银行体系从央行获取中期基础货币的边际资金成本，**央行掌握基础货币的供应，只需作少量必要操作，就可对市场利率产生决定性的边际影响。** **2、MLF 利率作为中期政策利率，与作为短期政策利率的公开市场操作利率共同形成央行政策利率体系，传达了央行利率调控的信号。** 3、**同业存单、回购和拆借等银行之间融资工具的利率，以及国债收益率曲线，受多种因素影响，有一定的短期波动。但从中长期看，大体也是围绕央行政策利率波动的。** 4、LPR 改革以来，**原有的贷款利率隐性下限被完全打破**；同时也推动存款利率市场化，贷款利率明显下行，为了与资产收益相匹配，银行会适当降低其负债成本，高息揽储动力随之下降。	【再贷款再贴现精准助力抗击疫情和经济社会发展】 1、先后安排 1.8 万亿再贷款再贴现额度。 2、本轮再贷款再贴现具有资金支持覆盖面逐步扩大（面扩）、资金利率保持优惠（价降）、投向管理要求精准（精准投放），目的是为实体经济发展提供信贷支持，引导降低社会融资成本。 3、资金投向采取“先贷后借”的报销制管理，防止资金“跑冒滴漏”。

	【包商银行风险处置回顾】 1、稳妥做好债权保障工作；2、全面开展清产核资；3、推进包商银行改革重组；4、下一步，包商银行将被提起破产申请，对原股东的股权和未予保障的债权进行依法清算。5、**高风险中小金融机构处置顺利实施，提前筹划、稳妥应对疫情冲击下未来银行业不良贷款上升风险。**	【贷款市场报价利率改革取得重要成效】 1、市场化的 LPR 更好地反映市场供求变化；2、按照“先增量、后存量”的顺序推动 LPR 运用；3、货币政策向贷款利率的传导效率明显增强；4、以改革的办法促进降低贷款实际利率成效显著；5、对于存款利率市场化改革起到重要推动作用。
	【怎样看待全球低利率】 1、除政策因素外，经济潜在增速下降等长期结构性因素是全球低利率的主要原因。 2、部分发达经济体实施了零利率甚至负利率政策，但政策效果不及预期，作用还有待观察。 3、**利率过低还会导致“资源错配”“脱实向虚”等诸多负面影响。** 4、目前低利率局限性已引起发达经济体货币当局的反思，货币政策框架被重新评估，**中期内主要经济体低利率政策仍将持续，但政策利率进一步下降的空间有限。** 5、2020 年以来，**央行坚持实施正常货币政策，保持利率水平与我国发展阶段和经济形势动态适配，本外币利差处于合适区间。**	【新冠肺炎疫情对全球和我国经济的影响及应对分析】 1、尽管 3 月份以来经济数据已有所好转，但仍需关注四大风险，全球疫情持续时间及负面影响可能超预期，发展中及农产品出口国上升较快；非常规政策的负作用；国内经济仍面临较多挑战；国际收支和跨境资金流动不确定性。 2、下阶段，把握好政策出台的力度、节奏和重点，坚持底线思维，对可能的外部风险保持高度警惕，前瞻性做好政策储备，促进国民经济稳健运行。

资料来源：资料整理，信达证券研发中心

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
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@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了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。