

政策当局如何看待当前经济形势？

首先，对上半年疫情防控及稳增长成效作出肯定，但当前经济运行仍“面临一些突出矛盾和问题”，主要体现在：服务业生产弱于历史同期、制造业投资回暖幅度有限、地产行业依然是最大拖累，均需政策继续加码提振；而就业虽有所改善，但青年就业压力却进一步加剧。

显然，经济持续恢复基础仍不稳固，就当前宏观图景推演来看，下半年经济站上潜在增速的概率较小，按照我们此前的测算，预估全年GDP增速或在4.5%附近，仍存在较大产出缺口。关于疫情防控，动态清零的政策方针不变，于市场而言则仍存不确定性。

扩大内需依靠什么？

第一，此次会议与近期国常会相关表述一脉相承，宏观逆周期调控力度并未加码，这与今年4月政治局会议有差异，尽管当前经济仍处弱复苏状态，但宏观图景已然不同。第二，当前政策调控着力点在于扩大内需，并且从货币财政两大政策调控方式来看，主要聚焦在于投资，尤其是基建投资。那么对应的增量工具有哪些？具体而言：

(1) 财政政策，用足用好专项债务限额：主要还是用足以前年度剩余专项债额度，全国汇总起来还有约1.5万亿元剩余专项债额度可供使用，总量上其实也不小，对于宽信用的助力仍能起到一定支撑作用。而提前下达且发行明年专项债额度的可能或不高。(2) 货币政策，加大信贷支持实体：首先，市场对于货币政策的分歧并不大，此前7月19日总理便明确“不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、透支未来”，由此可见下半年货币宽松并没有太大空间，更多是维持量宽价平的状态，重点在于宽信用、实体融资上的修复，然当前资金面和企业融资总体偏松，即供给端并非核心约束，关键在于需求端，故而信贷政策将是核心。正如此次政治局会议强调：“货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。”

债市怎么看？

在政治局会议通告发布后，盘面收益率快速下行，市场对于未再提经济目标以及不及预期的政策增量已有所反映，阶段性的多头情绪或有所延续。但面对当前已然很低资金利率以及信贷条件，货币政策难有进一步宽松的空间，必要性也不强，政策更多着力扩内需，由此进一步带动利率下行的空间或也有限，对应的货币政策更多可能还是保持量宽价平的状态，叠加政策性和结构性金融工具助力信贷修复。

因此短期内，资金利率预估仍维持低位，展望未来，核心仍在于观察增量财政货币工具落地后宽信用的复苏情况，万亿以上的专项债以及政策性银行贷款仍能体现出一定支撑，但面对当前复杂的宏观环境，此几项政策选择显然是不够的，尤其考虑到下半年房地产市场以及土地市场大概率维持低景气，这将进一步拖累财政支出力度。由此逻辑推演，下半年大方向上或仍维持非牛非熊的震荡市，围绕1年期MLF上下窄幅波动，区间在[2.7%，2.9%]之间震荡，整体建议中性久期，阶段性博弈预期差，而信用利差走的这个位置，票息保护偏薄，基本面角度也并不支持，市场的参与或多以资产荒继续延续为出发点，建议下沉要适度。

风险提示：政策不确定性；基本面变化超预期；海外地缘政治冲突。



分析师 谭逸鸣

执业证号：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

相关研究

1. 聚焦区县系列：三个维度透视浙江区县-2022/07/28
2. 可转债打新系列：永22转债：国内综合性胶粘材料领先企业-2022/07/27
3. 利率专题：下半年利率债供给有何指引？-2022/07/27
4. 城投随笔系列：怎么看柳州？-2022/07/26
5. 品种利差跟踪周报 20220724：收益率继续下行，品种利差普遍收窄-2022/07/24

目录

1 政策当局如何看待当前经济形势？	3
1.1 问题仍然突出，力争最好结果.....	3
1.2 防疫，动态清零不改变	3
2 扩大需求依靠什么？	5
2.1 财政政策：用足用好专项债务限额	5
2.2 货币政策：加大信贷支持实体.....	6
3 市场关注的风险事件怎么看？	8
4 债市怎么看？	10
5 小结	11
6 风险提示	13
插图目录	14

2022年7月29日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。通常而言，7月政治局会议属承上启下，总结上半年工作的同时定调下半年，也是政策微调的窗口。

而当前宏观经济处于疫后弱复苏状态，市场较为关注政治局会议相关表述以及后续政策安排，包括对当前风险事件的处置基调，对此，我们关注以下几方面：

- (1) 政策当局如何看待当前经济形势？
- (2) 扩大内需依靠什么，约束在哪？
- (3) 市场关注的风险事件怎么看？
- (4) 债市怎么看？

1 政策当局如何看待当前经济形势？

1.1 问题仍然突出，力争最好结果

首先，对上半年疫情防控及稳增长成效作出肯定。二季度受疫情影响，我国经济下行压力明显加大，但在财政、货币、产业、就业等一揽子稳经济政策的积极对冲下，二季度经济实现正增长：工业生产加速恢复、基建继续发力且仍具韧性、消费在疫情受控后明显恢复、出口也显现出超预期的强劲。

但需注意，当前经济运行仍“面临一些突出矛盾和问题”，我们认为主要体现在：服务业生产弱于历史同期、制造业投资回暖幅度有限、地产行业依然是最大拖累，均需政策继续加码提振；而就业虽有所改善，但青年就业压力却进一步加剧。

显然，经济持续恢复基础仍不稳固，就当前宏观图景推演来看，下半年经济站上潜在增速的概率较小，按照我们此前的测算，预估全年GDP增速或在4.5%附近，仍存在较大产出缺口。

从此次政治局表述来看，亦并未突出强调下半年经济目标，而是保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。本次会议未延续提及429会议的“力争完成经济社会发展预期目标”以及“积极谋划增量政策工具”，而是强调“力争实现最好结果”以及“有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标”。由此可以明确，政策并不会诉诸于强政策刺激，也使得市场此前的分歧归于收敛，同时需要注意的是，虽未强调全年经济目标，但对于有条件的省份仍要力争完成经济社会发展预期目标，毕竟增长和就业一体两面，稳就业仍重要。

关于疫情防控，动态清零的政策方针不变，于市场而言则仍存不确定性。

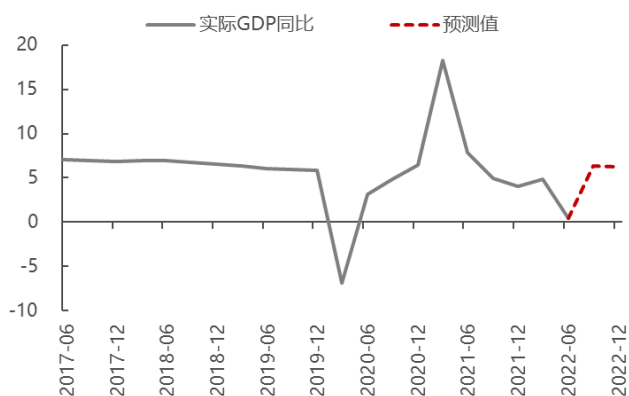
1.2 防疫，动态清零不改变

本次政治局会议再次强调疫情防控的重要意义，要综合辩证的看待疫情防控

和稳增长之间的关系，特别强调算政治账。展望未来，疫情防控政策不会松懈，动态清零总方针不会改变，由此，后续仍存在疫情阶段性扰动的风险，与此对应则存在市场预期差。

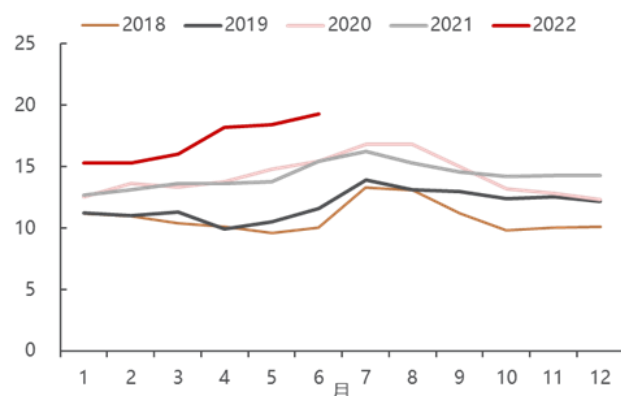
注：“要高效统筹疫情防控和经济社会发展工作。对疫情防控和经济社会发展的关系，要综合看、系统看、长远看，特别是要从政治上看、算政治账。要坚持人民至上、生命至上，坚持外防输入、内防反弹，坚持动态清零，出现了疫情必须立即严格防控，该管的要坚决管住，决不能松懈厌战……保证影响经济社会发展的重点功能有序运转，该保的要坚决保住。”

图1：实际 GDP 增速 (%)



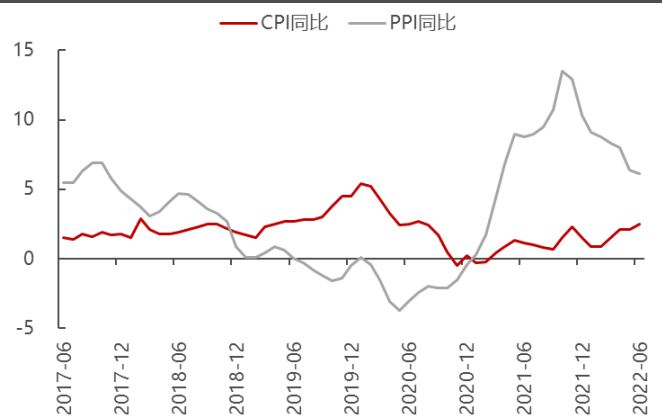
资料来源：wind，民生证券研究院预测

图2：城镇调查失业率 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：通胀 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：本土确诊病例 (周度, 例)



资料来源：wind，民生证券研究院

总体来看，此次会议对下半年整体基调明确，一方面动态清零总方针不会变，另一方面并未强调全年经济目标，针对当前经济运行面临的一系列突出矛盾和问题，做好自己的事，对应地，利率也出现了阶段性的快速下行。

未来如何演绎？我们进一步聚焦政治局会议就增量政策相关表述。

2 扩大需求依靠什么？

第一，此次会议与近期国常会相关表述一脉相承，宏观逆周期调控力度并未加码，这与今年4月政治局会议有差异，尽管当前经济仍处弱复苏状态，但宏观图景已然不同。

第二，当前政策调控着力点在于扩大内需，并且从货币财政两大政策调控方式来看，主要聚焦在于投资，尤其是基建投资。

那么对应的增量工具有哪些？一方面财政上用足用好专项债务限额；二是货币上提振信贷支持实体，用好政策性金融工具。具体而言：

2.1 财政政策：用足用好专项债务限额

在疫情防控与稳增长诉求下，各地财政加大靠前发力，当前新增专项债已基本完成“在6月底前基本发行完毕”的要求，此前市场关注的增量财政政策主要有三：一是特别国债，二是提前发行明年专项债额度，三则是用好用足专项债务限额（往年未用完额度）。

政治局会议明确：“用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。”可见此次增量政策工具力度规模并不大，主要还是在框架内进行腾挪发力，并未额外新增大规模政策工具。

对于“用足用好专项债务限额”，或主要还是用足以前年度剩余专项债额度：

用足以前年度剩余专项债限额：据财政部数据，截至2021年末，地方政府专项债务余额约16.7万亿元，当年限额是18.2万亿元；截至今年6月末，专项债务余额约20.3万亿元，今年限额为21.8万亿元。这意味着，全国汇总起来还有约1.5万亿元剩余专项债额度可供今年使用，总量上其实也不小，对于宽信用的助力仍能起到一定支撑作用。

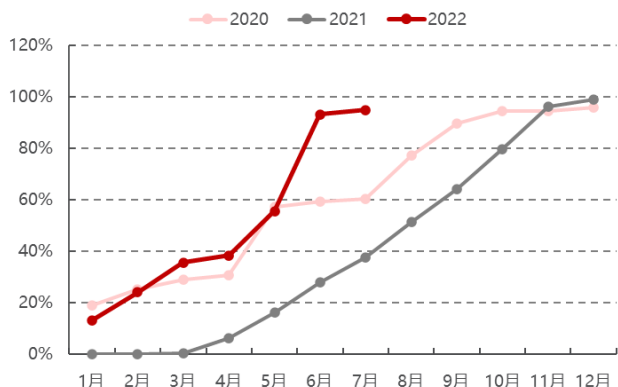
此外关于提前下达明年专项债限额并于今年发行：

若2023年专项债额度提前下达，合理推演按2022年提前批规模一致下达，规模也是1.46万亿元，并于年内发行（节奏基本落到四季度），基建投资扩内需将得到更为有力的支撑。

但考虑到历史上尚无此先例，毕竟该操作的审议流程或比直接动用往年剩余限额更为复杂，且今年正值换届，因而提前发行明年专项债的概率或不高。

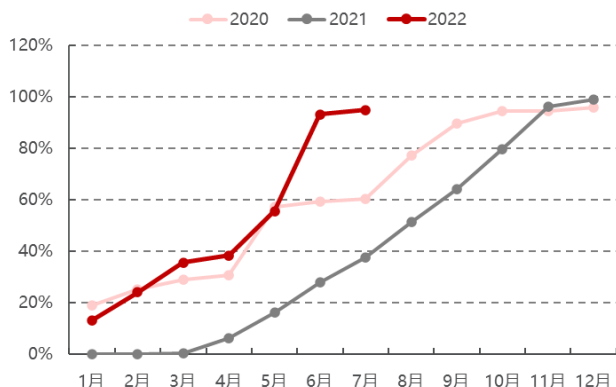
此外，还需考虑到下半年大概率持续弱化的土地市场对于政府性基金收支的拖累，整体政策力度不尽然。

图5：新增一般债发行进度 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：新增专项债发行进度 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 货币政策：加大信贷支持实体

首先，市场对于货币政策的分歧并不大，此前7月19日总理便明确“不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来”，由此可见下半年货币宽松并没有太大空间，更多是维持量宽价平的状态，重点在于宽信用、实体融资上的修复，然当前资金面和企业融资总体偏松，即供给端并非核心约束，关键在于需求端，故而信贷政策将是核心。

正如此次政治局会议强调：“货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。”

对应有哪些操作手段？

第一，政策性银行新增信贷以及基础设施建设基金，一方面针对解决资本金问题，另一方面则是配套信贷支持。

关于资本金，近期国开行和农发行已相继完成首批项目资本金投放，并且此前6.29国常会确定的3000亿政策性金融工具也已经在途。目前来看，“项目资本金到位困难成为制约项目建设和贷款投放的重要因素之一。”¹而金融工具可在较短时间内到位，满足项目资本金要求，使项目尽快开工建设²：“政策性、开发性金融工具作为阶段性举措，通过适当政策设计，有利于在坚持不搞大水漫灌、不超发货币条件下，满足重大项目资本金到位的政策要求。”³

在资本金环节疏通后，配套贷款进度亦在提示，对应政策性银行新增信贷可成为关键发力点：6月21日，国常会要求调增政策性银行8000亿元信贷额度，加大对长期有用、短期可行的基础设施建设工程的贷款支持力度。

¹ http://www.china.com.cn/zhibo/content_78317058.htm

² http://www.gov.cn/shuju/2022-07/15/content_5701118.htm

³ http://www.china.com.cn/zhibo/content_78317058.htm

此外,当前专项再贷款能直接撬动信贷规模,今年以来结构性工具投放规模已经超过 4000 亿,成为政策发力重点之下仍有较大空间,合理推演全年助力信贷多增 1 万亿,以“加大对企业的信贷支持”。

关于降准降息,中短期内概率均不高,当前银行间流动性水平已经非常宽松,助力信贷投放的核心约束并非在于流动性和利率上,故而必要性不强,再考虑到海外约束。但 LPR 不排除有单边调降的可能性,于需求端进一步助力房地产销售,毕竟当前房地产市场牵连影响颇深,政策需其有为之处。

3 市场关注的风险事件怎么看？

市场当下关注的风险事件主要是房地产市场保交付以及中小村镇银行事件。

(一) 关于房地产市场，压实地方政府责任，保交楼、保民生。

对于房地产，政策大方向不变，房住不炒，因城施策下用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求。今年以来，多地已经出台提高公积金贷款额度、降低公积金贷款首付比例、降低首付款比例等多项措施，包括棚改货币化也有城市正在推进。

而关于市场近期关注的保交付问题，政治局会议给出明确：

第一，保交楼、稳民生是核心所在，这对于稳定恢复购房信心很重要，避免房地产销售进一步下滑，但政策的均衡取舍使得更多在于稳，而非提振，估计下半年地产销售和投资在此政策基调下，难有明显起色。

第二，压实地方政府责任，有如化解隐性债务，各地采取措施落实保交楼，而非依靠中央救助兜底，毕竟存在道德风险。

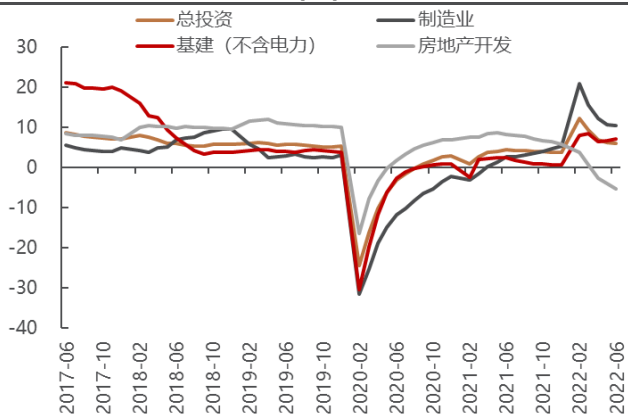
而从方式方法上来看，城投平台牵头联合区域各类国有企业、银行贷款支持以及发行对应资金用途的专项债或是可选项，前两者已经有地方政府在行动，比如河南。

那么是否可能发行专项债助力保交楼？由此我们联想到历史上的棚改专项债：

顾名思义，棚改专项债，募集资金专门用于棚户区改造，偿债资金来源也是棚改项目对应的相关收入。

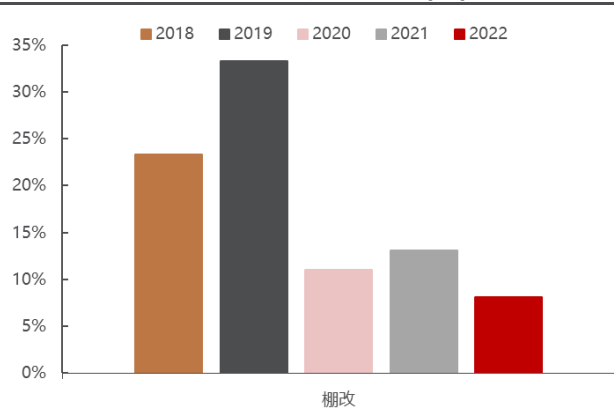
从政策逻辑和可行性上来看，不排除，但关键在于过往的棚改专项债有其历史使命，偏准公益性，而当前的多为商品房，项目的包装转性以及专项债的匹配使用均需进一步探讨。

图7：固定资产投资增速（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：专项债资金投向棚改规模占比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

（二）中小村镇银行事件，风险总体可控

近期，市场较为关注中小金融机构风险，尤其是局部村镇银行的风险演绎。

确实，在当前宏观图景下，部分中小金融机构的风险在抬升，但最终的处置以及缓释还是落到政策取向上，对应的，政策如何评估？

从近年的金融稳定报告表示可以看到，针对中小金融机构，仍保持稳妥化解风险的方针持续推进，对出现流动性风险但资可抵债的机构尽量“在线修复”，而对于资不抵债的机构，则在考虑市场影响的前提下，实现退出。

7月13日，2022年上半年金融统计数据发布会上指出，面对当前错综复杂的国际国内经济金融形势，**金融管理部门必须对各类金融风险保持高度警惕，进一步打好防范化解金融风险的提前量，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。**⁴

注：整体看，我国金融风险收敛，总体可控，99%银行业资产处在安全边界内。2021年第四季度央行评级结果显示，在安全边界内的银行占银行业参评机构的93%，资产规模占参评规模的99%；有316家高风险银行业金融机构，但其资产规模仅占银行业参评机构的1%，绝大多数中小银行的央行评级均处于安全边界内。⁵

由此可见，关键还是在央行，当下风险状态总体处于安全边界之内，尽管承压，但金融风险总体可控。

⁴ <https://www.chinanews.com.cn/cj/shipin/cns-d/2022/07-13/news931940.shtml>

⁵ <http://news.cctv.com/2022/07/13/ARTIue7kzqlhJVScosWQp1tD220713.shtml>

4 债市怎么看？

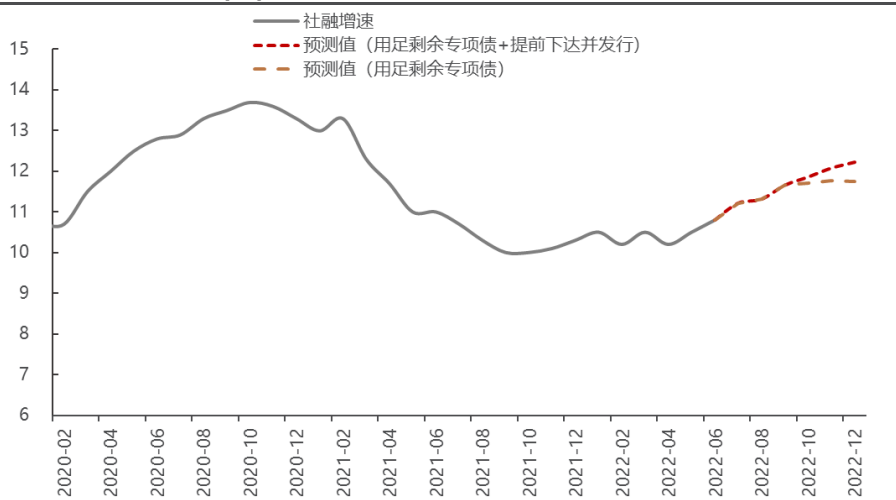
在政治局会议通告发布后，盘面收益率快速下行，市场对于未再提经济目标以及不及预期的政策增量已有所反映，阶段性的多头情绪或有所延续。

但面对当前已然很低资金利率以及信贷条件，货币政策难有进一步宽松的空间，必要性也不强，政策更多着力扩内需，由此进一步带动利率下行的空间或也有限，对应的货币政策更多可能还是保持量宽价平的状态，叠加政策性和结构性金融工具助力信贷修复。

因此短期内，资金利率预估仍维持低位，展望未来，核心仍在于观察增量财政货币工具落地后宽信用的复苏情况，万亿以上的专项债以及政策性银行贷款仍能体现出一定支撑，但面对当前复杂的宏观环境，此几项政策选择显然是不够的，尤其考虑到下半年房地产市场以及土地市场大概率维持低景气，这将进一步拖累财政支出力度。

由此逻辑推演，下半年大方向上或仍维持非牛非熊的震荡市，围绕 1 年期 MLF 上下窄幅波动，区间在[2.7%，2.9%]之间震荡，整体建议中性久期，阶段性博弈预期差，而信用利差走的这个位置，票息保护偏薄，基本面角度也并不支持，市场的参与或多以资产荒继续延续为出发点，建议下沉要适度。

图9：社融存量增速 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院预测

5 小结

1、政策当局如何看待当前经济形势？

首先，对上半年疫情防控及稳增长成效作出肯定，但当前经济运行仍“面临一些突出矛盾和问题”，我们认为主要体现在：服务业生产弱于历史同期、制造业投资回暖幅度有限、地产行业依然是最大拖累，均需政策继续加码提振；而就业虽有所改善，但青年就业压力却进一步加剧。

显然，经济持续恢复基础仍不稳固，就当前宏观图景推演来看，下半年经济站上潜在增速的概率较小，按照我们此前的测算，预估全年 GDP 增速或在 4.5% 附近，仍存在较大产出缺口。

关于疫情防控，动态清零的政策方针不变，于市场而言则仍存不确定性。

2、扩大需求依靠什么？

第一，此次会议与近期国常会相关表述一脉相承，宏观逆周期调控力度并未加码，这与今年 4 月政治局会议有差异，尽管当前经济仍处弱复苏状态，但宏观图景已然不同。第二，当前政策调控着力点在于扩大内需，并且从货币财政两大政策调控方式来看，主要聚焦在于投资，尤其是基建投资。

那么对应的增量工具有哪些？一方面财政上用足用好专项债务限额；二是货币上提振信贷支持实体，用好政策性金融工具。具体而言：

(1) 财政政策，用足用好专项债务限额：

主要还是用足以前年度剩余专项债额度，据财政部数据，截至 2021 年末，地方政府专项债务余额约 16.7 万亿元，当年限额是 18.2 万亿元；截至今年 6 月末，专项债务余额约 20.3 万亿元，今年限额为 21.8 万亿元。这意味着，全国汇总起来还有约 1.5 万亿元剩余专项债额度可供今年使用，总量上其实也不小，对于宽信用的助力仍能起到一定支撑作用。而提前下达且发行明年专项债额度的可能或不高。

(2) 货币政策：加大信贷支持实体

首先，市场对于货币政策的分歧并不大，此前 7 月 19 日总理便明确“不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来”，由此可见下半年货币宽松并没有太大空间，更多是维持量宽价平的状态，重点在于宽信用、实体融资上的修复，然当前资金面和企业融资总体偏松，即供给端并非核心约束，关键在于需求端，故而信贷政策将是核心。

正如此次政治局会议强调：“货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。”

3、市场关注的风险事件怎么看？

关于房地产市场，压实地方政府责任，保交楼、保民生。第一，保交楼、稳民

生是核心所在，这对于稳定恢复购房信心很重要，避免房地产销售进一步下滑，但政策的均衡取舍使得更多在于稳，而非提振，估计下半年地产销售和投资在此政策基调下，难有明显起色。第二，压实地方政府责任，有如化解隐性债务，各地采取措施落实保交楼，而非依靠中央救助兜底，毕竟存在道德风险。而从方式方法上来看，城投平台牵头联合区域各类国有企业、银行贷款支持以及发行对应资金用途的专项债或是可选项，前两者已经有地方政府在行动，比如河南。

关于中小村镇银行事件，关键在于央行，当下风险状态总体处于安全边界之内，尽管承压，但风险总体可控。

4、债市怎么看？

在政治局会议通告发布后，盘面收益率快速下行，市场对于未再提经济目标以及不及预期的政策增量已有所反映，阶段性的多头情绪或有所延续。

但面对当前已然很低资金利率以及信贷条件，货币政策难有进一步宽松的空间，必要性也不强，政策更多着力扩内需，由此进一步带动利率下行的空间或也有限，对应的货币政策更多可能还是保持量宽价平的状态，叠加政策性和结构性金融工具助力信贷修复。

因此短期内，资金利率预估仍维持低位，展望未来，核心仍在于观察增量财政货币工具落地后宽信用的复苏情况，万亿以上的专项债以及政策性银行贷款仍能体现出一定支撑，但面对当前复杂的宏观环境，此几项政策选择显然是不够的，尤其考虑到下半年房地产市场以及土地市场大概率维持低景气，这将进一步拖累财政支出力度。

由此逻辑推演，下半年大方向上或仍维持非牛非熊的震荡市，围绕 1 年期 MLF 上下窄幅波动，区间在[2.7%，2.9%]之间震荡，整体建议中性久期，阶段性博弈预期差，而信用利差走的这个位置，票息保护偏薄，基本面角度也并不支持，市场的参与或多以资产荒继续延续为出发点，建议下沉要适度。

6 风险提示

- 1、**政策不确定性**：货币政策、财政政策超预期变化；
- 2、**基本面变化超预期**：疫情发展、经济基本面超预期变化；
- 3、**海外地缘政治冲突**：海外地缘政治冲突发展态势存在不确定性，或将加剧金融市场动荡。

插图目录

图 1: 实际 GDP 增速 (%)	4
图 2: 城镇调查失业率 (%)	4
图 3: 通胀 (%)	4
图 4: 本土确诊病例 (周度, 例)	4
图 5: 新增一般债发行进度 (%)	6
图 6: 新增专项债发行进度 (%)	6
图 7: 固定资产投资增速 (%)	8
图 8: 专项债资金投向棚改规模占比 (%)	8
图 9: 社融存量增速 (%)	10

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026