下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

宏观快评 2026 年 08 月 16 日

【宏观快评】

预期开始波动——2026 年 7 月金融数据点评

事　　项

2026 年 7 月，社融存量同比 7.4%（前值 7.4%），M2 同比 7.7%（前值 8%），新口径 M1 同比 4%（前值 4%）。

❖ **核心观点**

1、货币在不同的部门对应着经济循环的不同环节。货币在企业手里，可以为生产经营提供流动性，有助于实体经济循环改善；货币在非银机构手里，则可以为金融资产配置和市场交易提供流动性。7 月金融数据的特点是，剔除春节错位影响后，非金融企业存款与非银存款的同比差额年内首次双双转负。

2、导致上述数据的原因之一在于居民行为变化，当前居民金融数据呈现三个特征，一是居民可能在加速偿还个人住房贷款，2026 年二季度个人住房贷款净增量降至有数据以来的单季最低水平；二是汽车零售偏弱影响了居民借非住房消费贷款的必要性，该项贷款首次连续三个季度录得负增长；三是 7 月金融市场波动较大，可能阶段性的影响了居民的预期，剔除春节扰动后，7 月居民存款净增量的同比差额年内首次转正，表明上半年持续推进的居民“存款搬家”可能有所放缓。

3、除去居民以外，导致上述数据变化的还有两个因素，一是政府债发行速率偏慢，前七月政府债净增长规模同比去年少增 1.15 万亿；二是 5 月以来银行间资金面边际趋紧，银行体系增持政府债的力度有所放缓。

4、上述组合下，7 月三项金融跟踪指标同步转弱。企业利润的领先指标企业居民存款剪刀差年内首次走弱，风险偏好评估的居民新增存款/新增 M2 年内也首次趋势转弱，表征权益市场成交活跃度的非银机构存款规模同样有所下行。

❖ **货币来源，政府债和居民贷款是导致 M2 同比回落的原因**

1、数据情况：2026 年 7 月，M2 同比读数 7.7%，较 2026 年 5 月的 8.6%回落 0.9%；较 2025 年 12 月 8.5%回落 0.8%。

2、分析思路：在现代银行体系下，银行通过资产端的扩张来派生 M2。因此我们通过其他存款性公司的资产负债表，来判断 M2 同比变化的因素。通过对 M2 不同科目的合并同类项，我们将影响 M2 的因素拆分为企业借贷，居民借贷，政府借贷，外汇派生以及其他因素等五大因素。

3、M2 同比回落的原因：一是政府借贷行为对 M2 拉动的下行，二是居民借贷行为对 M2 拉动的下行。

4、政府借贷行为影响 M2 的原因：一是前七个月政府债发行速率偏慢，政府债净增长同比去年少增 1.15 万亿，二是五月以来，随着银行间流动性的边际趋紧，银行体系边际放缓了政府债的增持，而只有银行体系增持的政府债才会派生货币。

5、居民借贷行为影响 M2 的原因：一是居民可能在加速偿还个人住房贷款，2026 年二季度个人住房贷款的净增长规模是有数据以来的单季最低值；二是汽车零售偏弱影响了居民借非住房消费贷款的必要性，居民非住房消费贷款首次连续三个季度净增长规模为负。

❖ **货币运用，剔除春节扰动，7 月居民存款年内首次同比差值为正**

1、数据情况：7 月居民存款同比少减约 4800 亿元，剔除春节扰动后，年内居民存款首次同比差值为正。

2、分析思路：货币在不同的部门对应着经济循环的不同环节。货币在企业手里，可以为生产经营提供流动性，有助于实体经济循环改善；货币在非银机构手里，则可以为金融资产配置和市场交易提供流动性；但如果货币在居民手里，就意味着居民风险偏好极低，不愿意投资消费，那么经济循环的效率自然有所降低。

3、当下的情况：7 月金融市场波动较大，可能阶段性的影响了居民的预期，在此影响下，我们观测的企业利润的领先指标企业居民存款剪刀差年内首次差值走弱，风险偏好的评估指标居民新增存款/新增 M2 年内也首次趋势转弱。

❖ **风险提示：**

海外信用扩张超预期，货币政策超预期

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

证券分析师：文若愚

邮箱：wenruoyu@hcyjs.com

执业编号：S0360523060002

相关研究报告

《【华创宏观】美国 7 月份 CPI 数据点评：AI 对美国通胀的影响有多大？》

2026-08-13

《【华创宏观】针对降准降息的判断——2026 年二季度货币政策执行报告学习思考》

2026-08-13

《【华创宏观】七问美日联合干预日元汇率》

2026-08-11

《【华创宏观】北戴河休假开启——政策周观察第 91 期》

2026-08-10

《【华创宏观】物价为何低于预期及后续展望？——7 月通胀数据点评》

2026-08-10

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、广义货币的来源：导致 M2 同比回落的原因 4
二、广义货币的运用：7 月居民存款同比多增 6
三、7 月金融数据：M2 同比回落 7

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

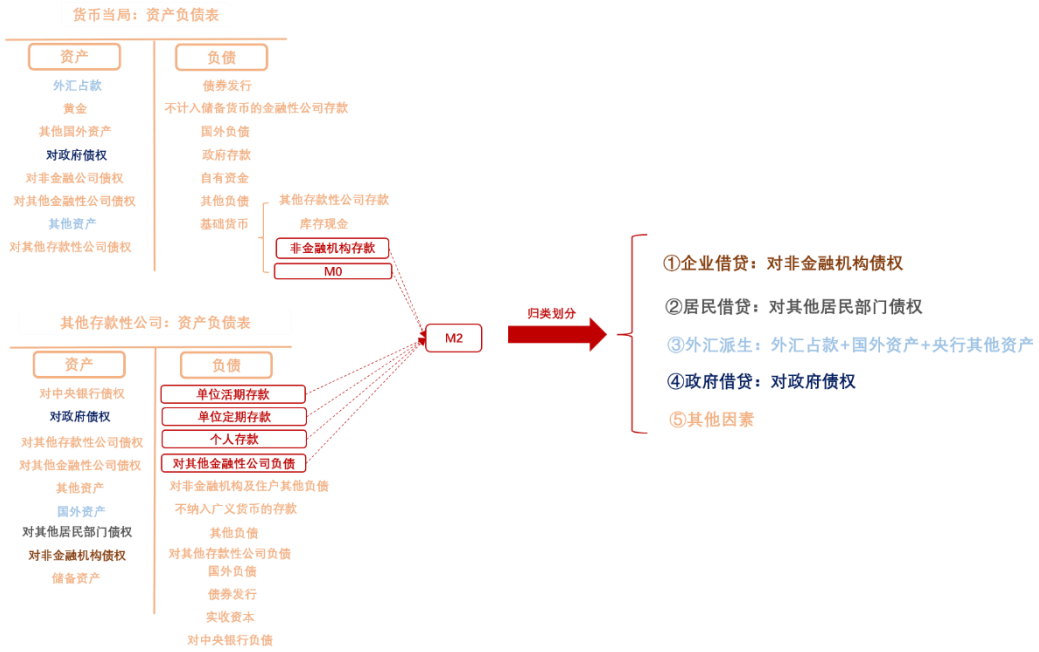
图表 1 影响 M2 的五大因素 4
图表 2 与 2026 年 5 月相比，各因素拉动差异 4
图表 3 与 2026 年 12 月相比，各因素拉动差异 4
图表 4 政府债的净融资规模 5
图表 5 5 月以来，银行放缓政府债购置速度 5
图表 6 5 月以来银行间利率小幅抬升 5
图表 7 同业存单净融资规模 5 月以来放量 5
图表 8 2026 年以来，居民似乎加速还款 6
图表 9 非住房消费贷款与汽车零售增速相关 6
图表 10 利润的领先指标：7 月小幅回落 6
图表 11 风偏的评估指标：7 月小幅转弱 6
图表 12 企业中长期贷款 7
图表 13 居民中长期贷款 7
图表 14 社融存量同比 7
图表 15 各个科目对社融的拉动 7
图表 16 政府债 8
图表 17 企业债 8
图表 18 社融分项同比增长 8
图表 19 企业居民存款剪刀差与 PMI 9
图表 20 企业居民存款剪刀差与上市企业利润 9
图表 21 居民新增存款/新增 M2 与万得全 A 市净率 9
图表 22 非银存款与万得全 A 成交额 9
图表 23 非银机构的资金来源 9
图表 24 非银机构的资金去向 9

下载日志已记录，仅供内部参考

一、广义货币的来源：导致 M2 同比回落的原因

在现代银行体系下，银行通过资产端的扩张来派生 M2。因此我们通过其他存款性公司的资产负债表，来判断 M2 同比变化的因素。通过对 M2 不同科目的合并同类项，我们将影响 M2 的因素拆分为企业借贷，居民借贷，政府借贷，外汇派生以及其他因素等五大因素。

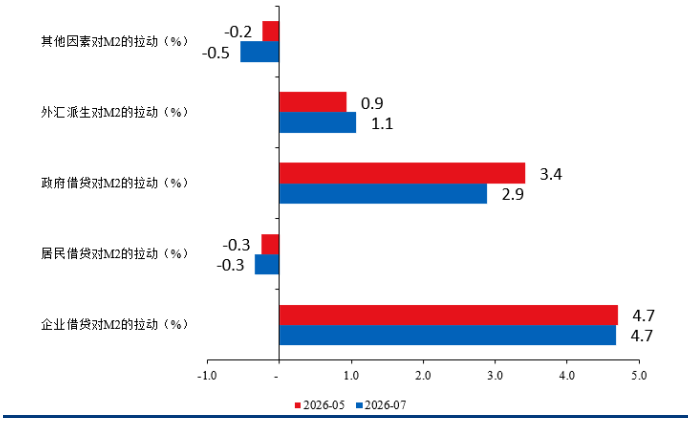
图表 1 影响 M2 的五大因素



资料来源：wind，华创证券整理

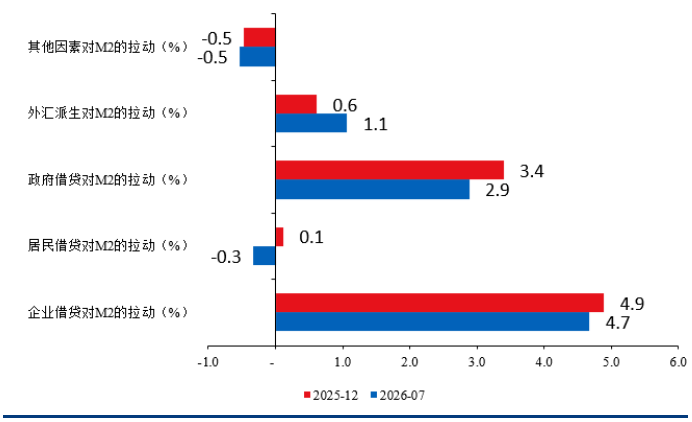
最近两个月，M2 同比快速下行。2026 年 7 月，M2 同比读数 7.7%，较 2026 年 5 月的 8.6%回落 0.9%；较 2025 年 12 月 8.5%回落 0.8%。**结合长短期因素来看，导致 M2 同比回落的有两个因素。**一是政府借贷行为对 M2 拉动的下行，二是居民借贷行为对 M2 拉动的下行。

图表 2 与 2026 年 5 月相比，各因素拉动差异



资料来源：wind，华创证券

图表 3 与 2026 年 12 月相比，各因素拉动差异



资料来源：wind，华创证券

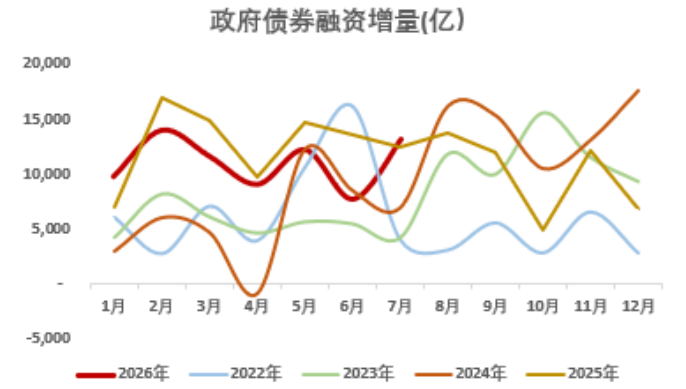
政府借贷如何影响 M2 呢？我们先讨论一下政府借贷影响 M2 的机理。只有银行和央行（银行体系）增持的政府债才会派生货币，形成 M2。银行增持政府债，从会计分录上来

下载日志已记录，仅供内部参考

看，先是银行资产端准备金减少，对政府债权增加（此时央行资产负债表负债端基础货币减少，财政存款增加），等财政支出（假设支出到企业）过后，银行资产端准备金增加，负债端非金融企业存款增加，M2 派生规模增加；但如果是非银机构增持政府债，从会计分录上来看，先是银行资产端准备金减少，负债端非银存款减少（此时央行资产负债表负债端基础货币减少，财政存款增加；非银机构资产负债表资产端非银存款减少，对政府债权增加），M2 派生规模收缩，等财政支出（假设支出到企业）过后，银行资产端准备金增加，负债端非金融企业存款增加，M2 派生规模恢复至非银购买政府债之前。

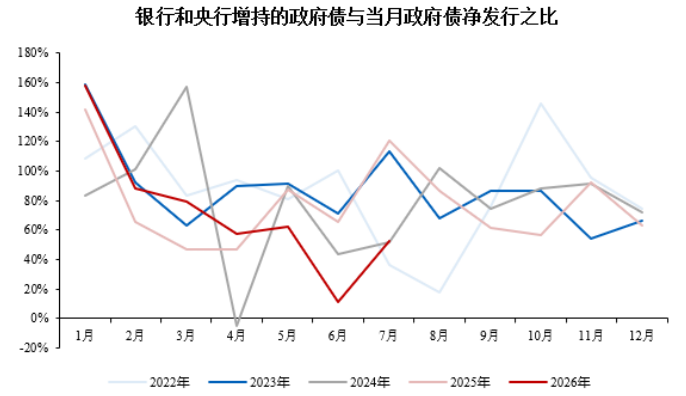
今年，政府借贷行为对 M2 拉动的回落可能有两个原因，一是截至目前政府债发行速率相对较缓慢，今年前七个月政府债净增长同比去年少增 1.15 万亿，二是五月以来，随着银行间流动性的边际趋紧，银行和央行增持的政府债与当月政府债净发行量之比回落到了近五年的最低值。

图表 4　政府债的净融资规模



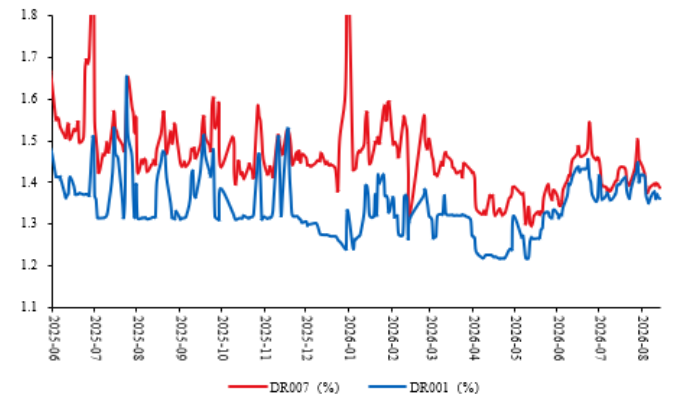
资料来源：wind，华创证券

图表 5　5 月以来，银行放缓政府债购置速度



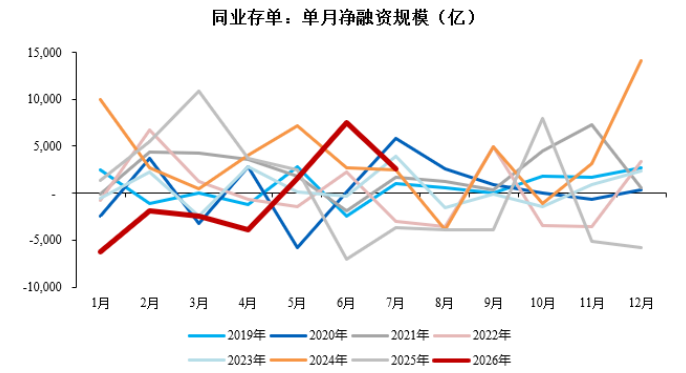
资料来源：wind，华创证券

图表 6　5 月以来银行间利率小幅抬升



资料来源：wind，华创证券

图表 7　同业存单净融资规模 5 月以来放量

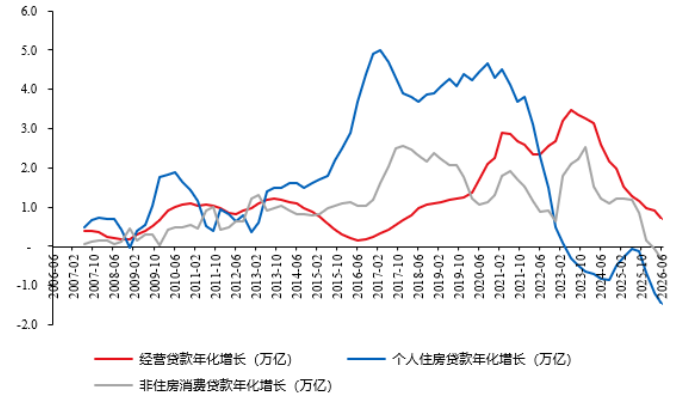


资料来源：wind，华创证券

居民借贷行为如何影响 M2 的派生呢？我们将居民借贷行为先拆分为消费贷款和经营贷款，再把消费贷款进一步拆分为个人住房贷款和非住房消费贷款。当下的情况是，**首先 2026 年二季度个人住房贷款的净增长规模是有数据以来的最低值**，居民个人住房贷款的年化增长规模屡创新低；**其次非住房消费贷款净增长规模历史首次连续三个季度为负**，该数据的回落可能与年内汽车零售额回落相关。

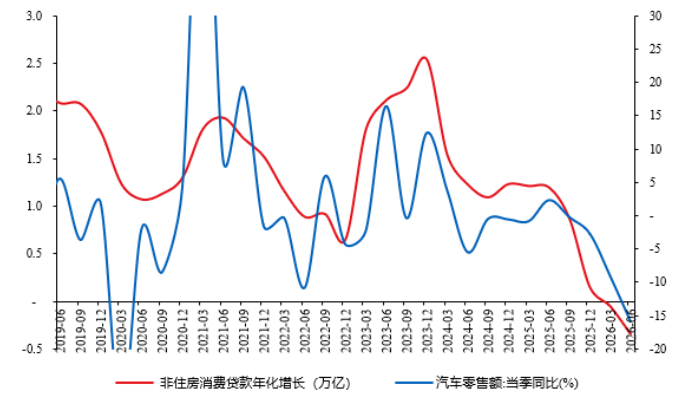
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 8　2026 年以来，居民似乎加速还款



资料来源：wind，华创证券

图表 9　非住房消费贷款与汽车零售增速相关



资料来源：wind，华创证券

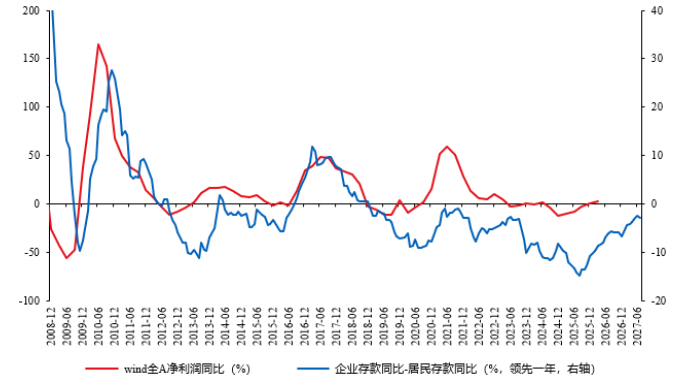
除去上述两个因素之外，短期其他因素也对 M2 的增长造成扰动。**其他因素影响 M2 扩张主要有两个途径**，一是银行存款流向资管产品后，非银行机构购买了同业存单、金融债券等，不计入 M2。二是非银行金融机构资金更为充裕，偿还了存量的银行借款和回购，或是购买了银行持有的债券资产等，都会使得银行资产负债表收缩，派生的存款和 M2 相应减少。

二、广义货币的运用：7 月居民存款同比多增

从货币的分配来看，货币在不同的部门对应着经济循环的不同环节。货币在企业手里，可以为生产经营提供流动性，有助于实体经济循环改善；货币在非银机构手里，则可以为金融资产配置和市场交易提供流动性；但如果货币在居民手里，就意味着居民风险偏好极低，不愿意投资消费，那么经济循环的效率自然有所降低。

7 月的变化在于，剔除春节扰动后，居民存款年内首次同比差值为正。7 月金融市场波动较大，可能阶段性的影响了居民的预期，在此影响下，7 月居民存款同比少减约 4800 亿元。**M2 同比回落的同时居民存款同比差值为正，这两个变化客观上挤压了非金融企业和非银金融机构的流动性**。7 月非金融企业存款同比多减约 1700 亿元；非银行业金融机构存款同比少增约 1.03 万亿元。**我们观测的企业利润的领先指标企业居民存款剪刀差年内首次差值走弱，风险偏好的评估指标居民新增存款/新增 M2 年内也首次趋势转弱**。

图表 10　利润的领先指标：7 月小幅回落



资料来源：wind，华创证券

图表 11　风偏的评估指标：7 月小幅转弱



资料来源：wind，华创证券

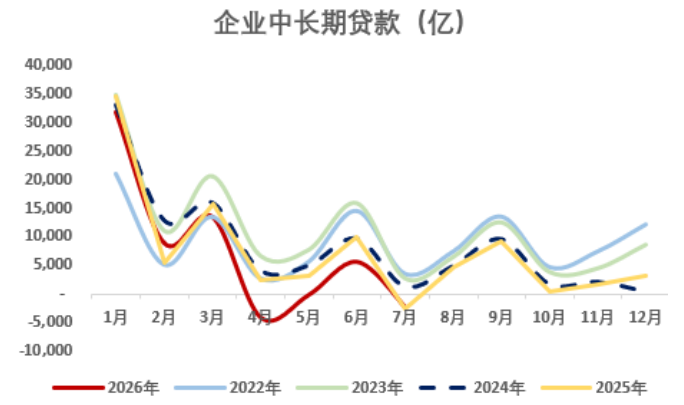
下载日志已记录，仅供内部参考

三、7 月金融数据：M2 同比回落

7 月，人民币贷款减少约 3400 亿元，同比多减约 2900 亿元；月末人民币贷款余额同比增长 5.1%，较上月回落 0.1 个百分点。

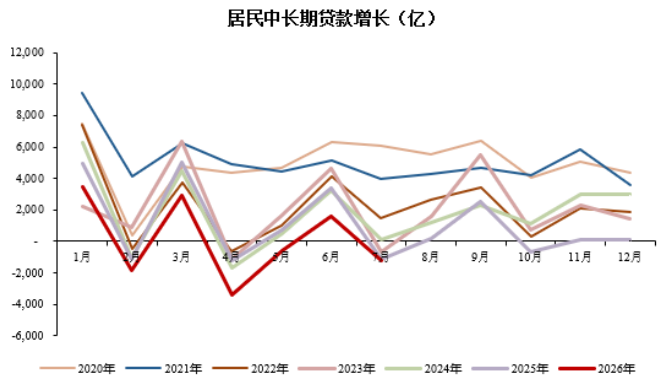
分部门看，住户贷款减少约 4603 亿元，其中短期贷款减少约 3400 亿元，同比少减约 430 亿元；中长期贷款减少约 1202 亿元，同比多减约 100 亿元。企（事）业单位贷款减少约 1300 亿元，其中短期贷款减少约 2500 亿元，同比少减约 3000 亿元；中长期贷款减少约 2300 亿元，同比少减约 300 亿元；票据融资增加约 3757 亿元，同比少增约 4950 亿元。

图表 12 企业中长期贷款



资料来源：wind，华创证券

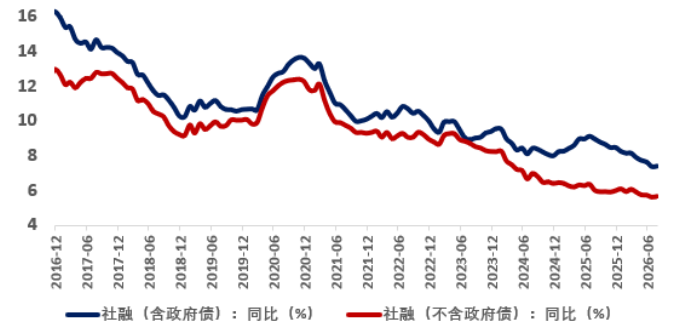
图表 13 居民中长期贷款



资料来源：wind，华创证券

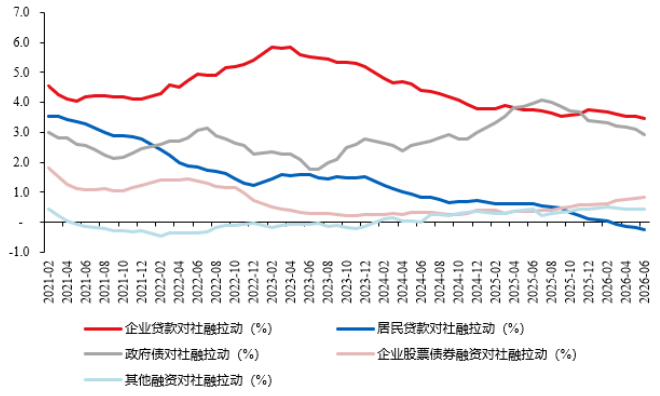
7 月社会融资规模增量约为 1.41 万亿元，同比多增约 2500 亿元；月末社会融资规模存量同比增长 7.4%，与上月持平。主要分项中，对实体经济发放的人民币贷款减少约 5900 亿元，同比多减约 1600 亿元；委托贷款减少约 22 亿元，同比少减约 150 亿元；信托贷款减少约 226 亿元，同比多减约 380 亿元；未贴现银行承兑汇票减少约 530 亿元，同比少减约 1100 亿元；企业债券净融资约 4500 亿元，同比多增约 1800 亿元；政府债券净融资约 1.32 万亿元，同比多增约 700 亿元；非金融企业境内股票融资约 1128 亿元，同比多增约 620 亿元。

图表 14 社融存量同比



资料来源：wind，华创证券

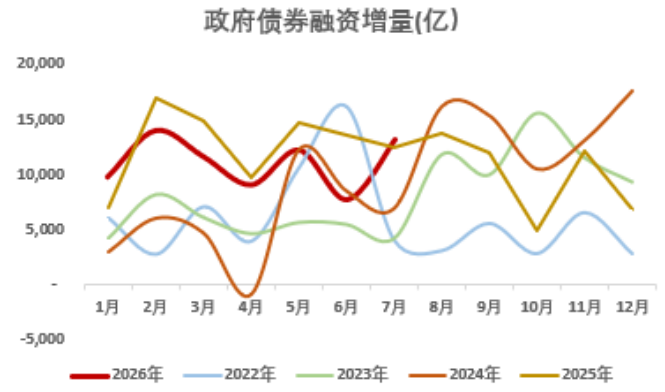
图表 15 各个科目对社融的拉动



资料来源：wind，华创证券

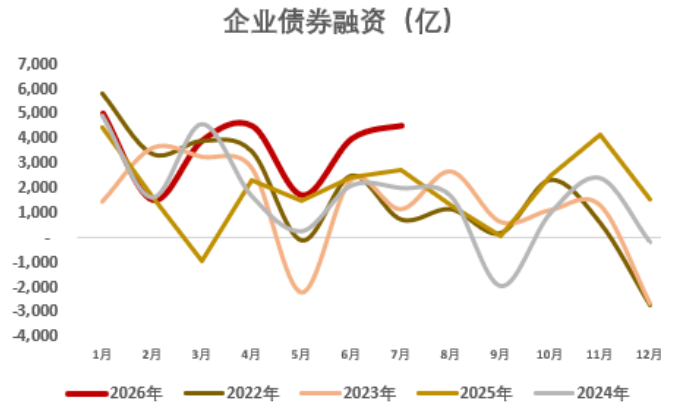
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 16 政府债



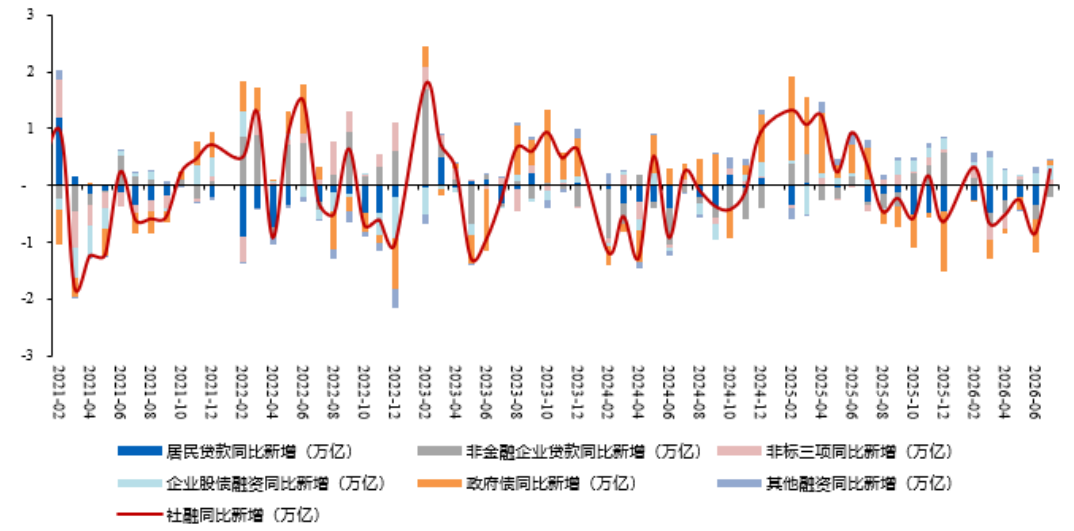
资料来源：wind，华创证券

图表 17 企业债



资料来源：wind，华创证券

图表 18 社融分项同比增长

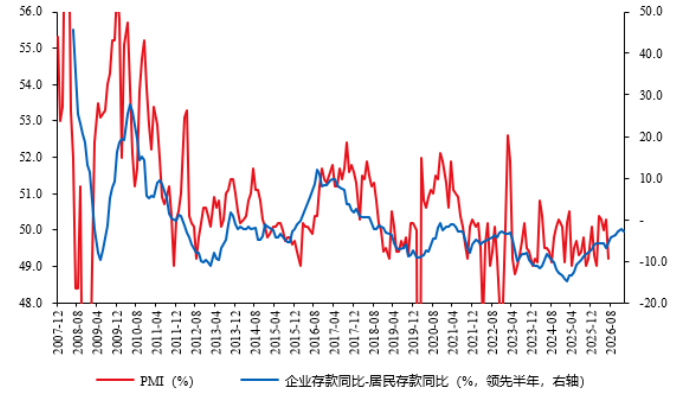


资料来源：wind，华创证券

7 月末，M2 同比增长 7.7%，增速较上月回落 0.3 个百分点；新口径 M1 同比增长 4.0%，增速与上月持平。7 月人民币存款增加约 300 亿元，同比少增约 4700 亿元。分部门看，住户存款减少约 6300 亿元，同比少减约 4800 亿元；非金融企业存款减少约 1.63 万亿元，同比多减约 1700 亿元；财政性存款增加约 9785 亿元，同比多增约 2100 亿元；非银行业金融机构存款增加约 1.11 万亿元，同比少增约 1.03 万亿元。

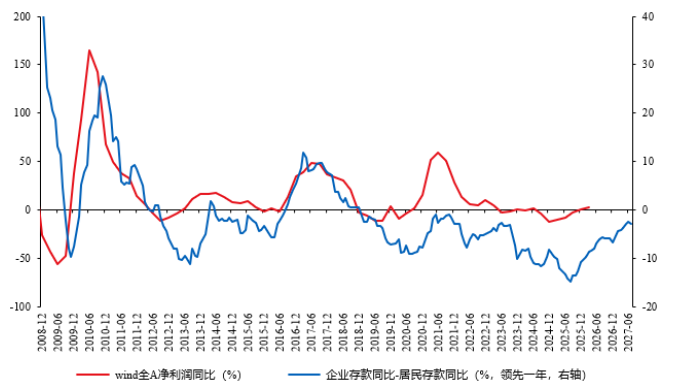
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 19 企业居民存款剪刀差与 PMI



资料来源：wind，华创证券

图表 20 企业居民存款剪刀差与上市企业利润



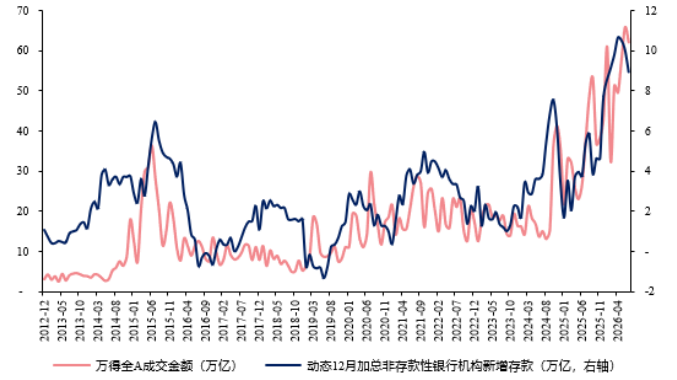
资料来源：wind，华创证券

图表 21 居民新增存款/新增 M2 与万得全 A 市净率



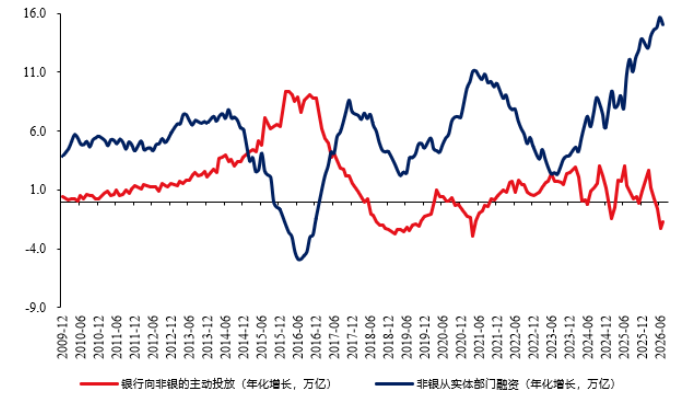
资料来源：wind，华创证券

图表 22 非银存款与万得全 A 成交额



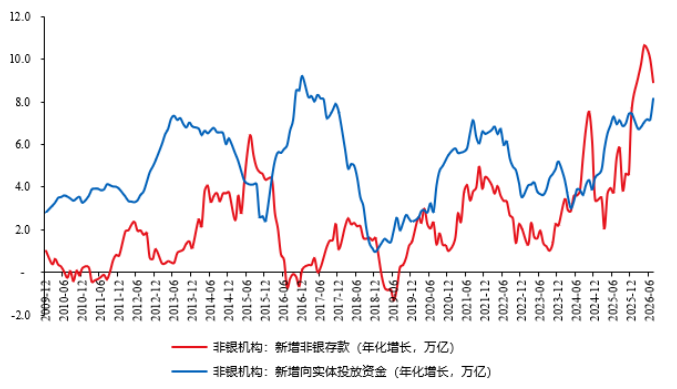
资料来源：wind，华创证券。注：非存款性银行机构包含：银行业非存款类金融机构（信托公司，金融资产管理公司，金融租赁公司，汽车金融公司，贷款公司，货币经纪公司），证券业金融机构，保险业金融机构，交易及结算类金融机构，金融控股公司，其他（小额贷款公司）等。这一数据来自其他存款性公司对其他金融性公司负债。

图表 23 非银机构的资金来源



资料来源：wind，华创证券

图表 24 非银机构的资金去向



资料来源：wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

宏观组团队介绍

首席经济学家、首席宏观分析师：张瑜

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。 现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、Wind 金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

组长、资深分析师：陆银波

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。 中国人民大学汉青研究院数量经济学硕士研究生，统计学院数学与经济学双学士学位，CPA，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于中信证券股权衍生品部、另类投资部，主要负责可转债研究及大类资产配置，具有六年证券从业经历。凤凰卫视、第一财经等特约连线评论员，对外经济贸易大学特聘讲师。作为核心成员，连续两年获得资本市场多个奖项，包括 2020-2022 年新财富最佳分析师等。

副组长、资深分析师：文若愚

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。 美国得克萨斯大学达拉斯分校硕士，2021 年加入华创证券研究所。具有四年宏观研究经验，曾任职于华融证券，长江证券，期间多次在国内金融市场研究，北大金融评论，中国货币市场等学术期刊发表研究文章。作为团队成员获得“远见杯”中国经济，全球市场预测双冠军。2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：高拓

研究方向：财政政策。 麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：殷雯卿

研究方向：海外宏观与大类资产。 中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：付春生

研究方向：全球通胀和海外经济。 中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所，具有 3 年宏观研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：李星宇

研究方向：大类资产。 清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

分析师：夏雪

研究方向：海外宏观。 中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师：袁玲玲

研究方向：政策研究。 南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

分析师：韩港

研究方向：国内基本面。 南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
	刘泽群	销售经理		liuzequn@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

广州机构销售部	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522