仅供内部参考，请勿外传

债海观潮，大势研判

经济动能放缓，看好超长债

投资策略 · 固定收益

2026年第九期

证券分析师：赵婧
0755-22940745
zhaojing@guosen.com.cn
S0980513080004

证券分析师：季家辉
021-61761056
jijiahui@guosen.com.cn
S0980522010002

证券分析师：邵兴宇
010-88005483
shaoxingyu@guosen.com.cn
S0980523070001

证券分析师：陈笑楠
021-60375421
chenxiaonan@guosen.com.cn
S0980524080001

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

仅供内部参考，请勿外传

摘要

- **行情回顾：**8月债券收益率多数下行；利率债方面，1期限国债收益率上行8BP，为唯一上行品种；信用债方面，低等级长期限品种信用利差收窄最为显著；违约方面，8月违约金额下降；
- **海外基本面：**美国就业市场韧性；美国服务业景气回升；欧洲日本通胀维持高位；
- **国内基本面：**7月国内月度GDP同比增速约为4.3%，较6月回落0.5个百分点，在去年同期基数偏低的情况下仍出现明显走弱，指向内生动能有所放缓。从需求结构看，拖累主要来自内需特别是投资端，而外需表现强劲。高频跟踪来看，8月中国高频经济活动指数继续抬升，表现强于历史平均水平，指向国内经济增长动能表现偏强；价格方面，8月国内CPI和PPI同比或均有回落；
- **货币政策：**8月公开市场操作大幅净回笼；
- **大势研判：**7月经济数据，工业增加值、固定资产投资、社融同比均有所回落，7月经济动能依然偏弱，国内经济下行压力加大，政策托底的必要性增加；目前制约货币宽松的因素例如银行净息差以及人民币汇率均有缓解，今年降准降息概率增加；7月以来科技股全面回调，避险情绪升温，债市迎来交易机会；

仅供内部参考，请勿外传

目录

- 2026年8月债券行情回顾
- 海内外基本面回顾与展望
  - ✓ 海外基本面：美国就业保持韧性，服务业景气回升
  - ✓ 国内基本面：7月经济增速下滑，通胀亦有回落
  - ✓ 国信高频跟踪与预测：8月国内经济增长高频指标平均表现强于季节性
- 货币政策回顾与展望
  - ✓ 央行公开市场净回笼
- 大势研判
  - ✓ 经济动能放缓，债市迎来交易机会

仅供内部参考，请勿外传

目录

- 2026年8月债券行情回顾
- 海内外基本面回顾与展望
  - ✓ 海外基本面：美国就业保持韧性，服务业景气回升
  - ✓ 国内基本面：7月经济增速下滑，通胀亦有回落
  - ✓ 国信高频跟踪与预测：8月国内经济增长高频指标平均表现强于季节性
- 货币政策回顾与展望
  - ✓ 央行公开市场净回笼型时期的政策、经济与市场
- 大势研判
  - ✓ 经济动能放缓，债市迎来交易机会

仅供内部参考，请勿外传

8月债券行情回顾：债市多数品种收益率下行

➢ 收益率多数下行，信用利差收窄

- ✓ 收益率方面，1年国债、10年国债、10年国开债、3年AAA、3年AA+、3年AA和3年AA-分别变动+8BP、-3BP、-1BP、+1BP、-2BP、-3BP和-6BP；
- ✓ 信用利差方面，多数品种信用利差收窄，1年AA-信用利差收窄14BP，为变动最大品种；

2026 年 8 月各品种中债估值收益率和信用利差变动（单位：BP）

		R001（均值）	R007（均值）	1 年	3 年	5 年	10 年
收益率	回购利率	-2	-1				
	国债			8	-2	-0	-3
	国开债			-2	-1	-2	-1
	口行			-2	0	-1	0
	AAA			1	1	-5	
	AA+			-1	-2	-7	
	AA			-1	-3	-10	
	AA-			-7	-6	-12	
信用利差	AAA			-6	3	-5	
	AA+			-8	-0	-7	
	AA			-8	-1	-10	
	AA-			-14	-4	-12	

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理；注：数据截至 8 月 31 日

仅供内部参考，请勿外传

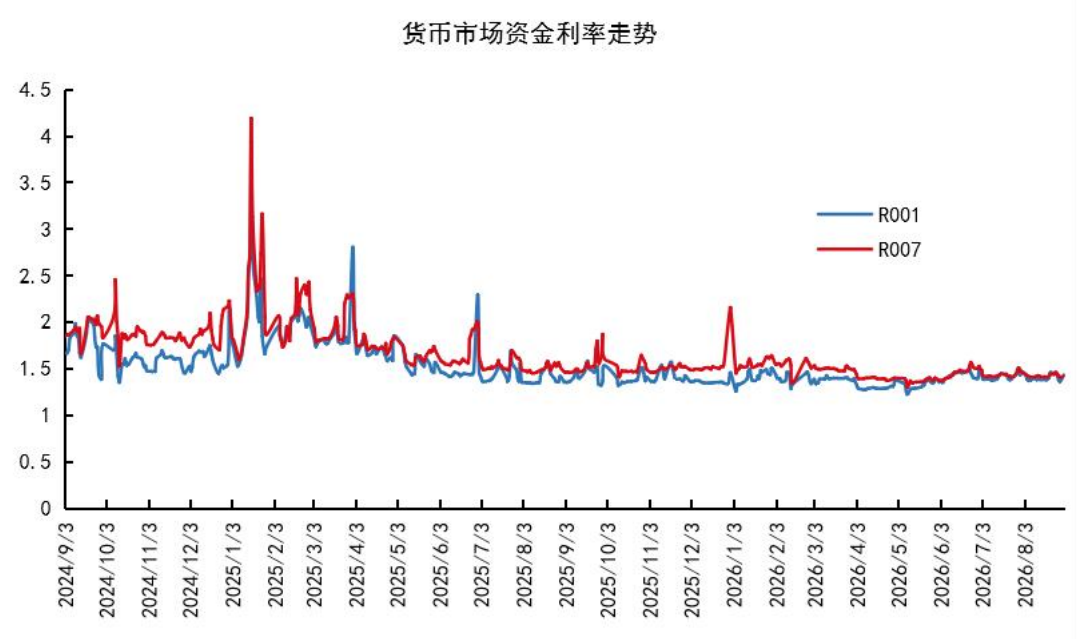
8月资金行情回顾：资金面延续宽松

国信证券 GUOSEN SECURITIES

➢ 8月货币市场利率小幅回落

- ✓ 8月R001平均利率约为1.4%，较7月下行2BP；R007平均利率为1.42%，较7月下行2BP；
- ✓ 8月货币市场资金面整体延续宽松态势；

图1：货币市场资金利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

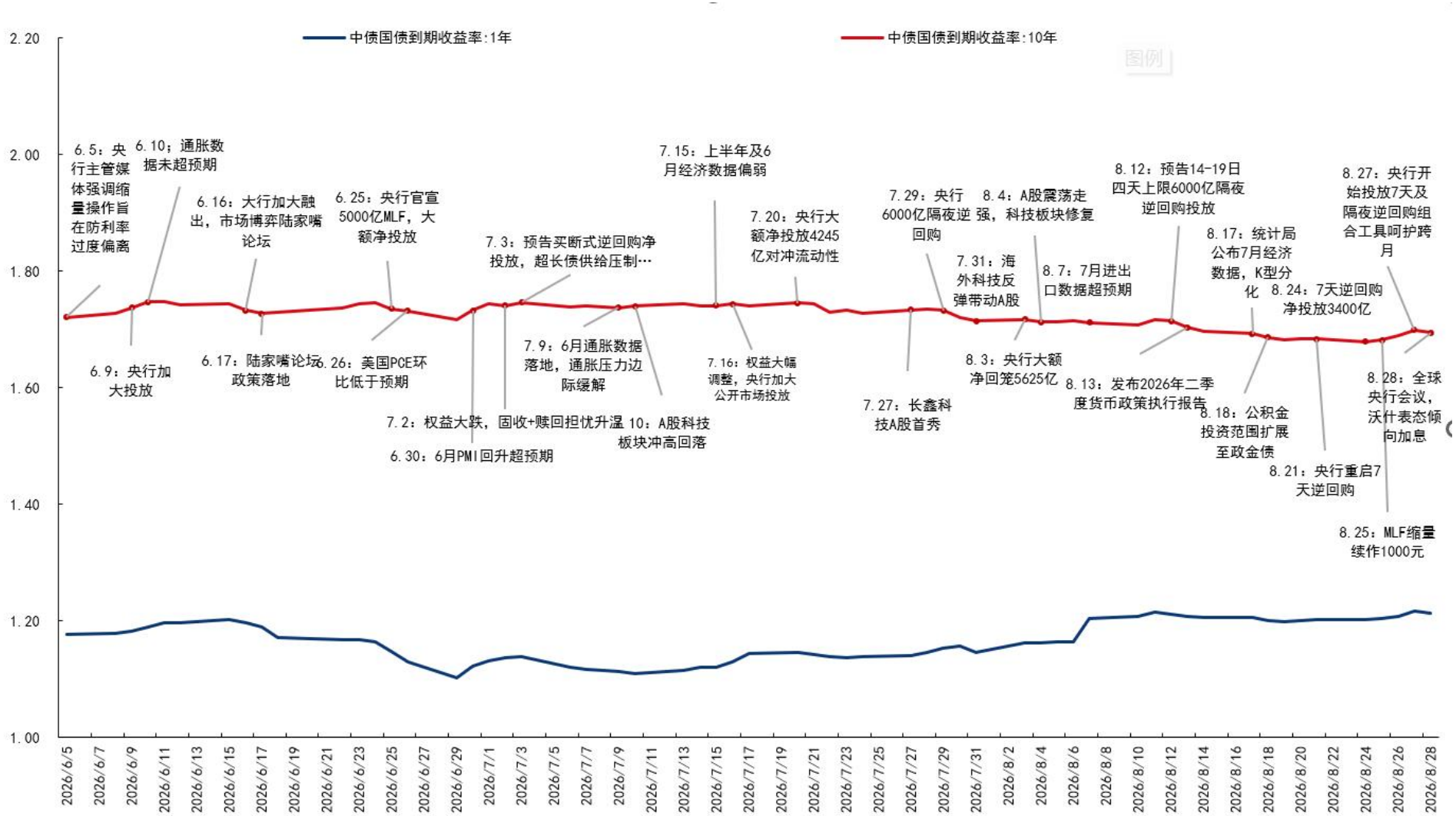
图2：市场利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

经济数据偏弱，8月10年期国债收益率波动下行



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

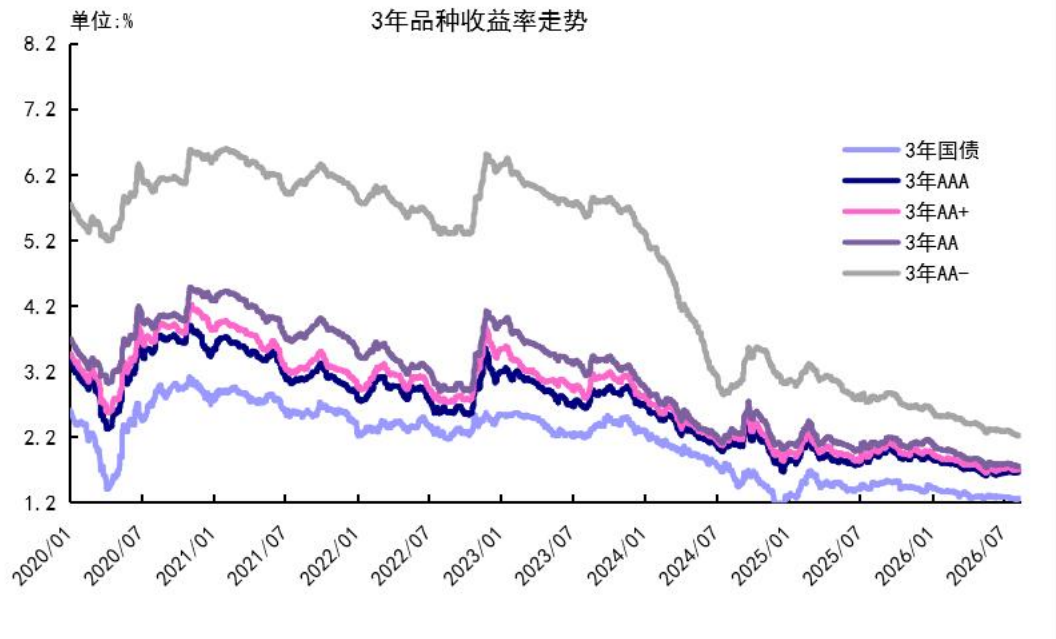
仅供内部参考，请勿外传

8月信用利差多数收窄

➢ 8月多数品种信用债收益率下行，信用利差收窄

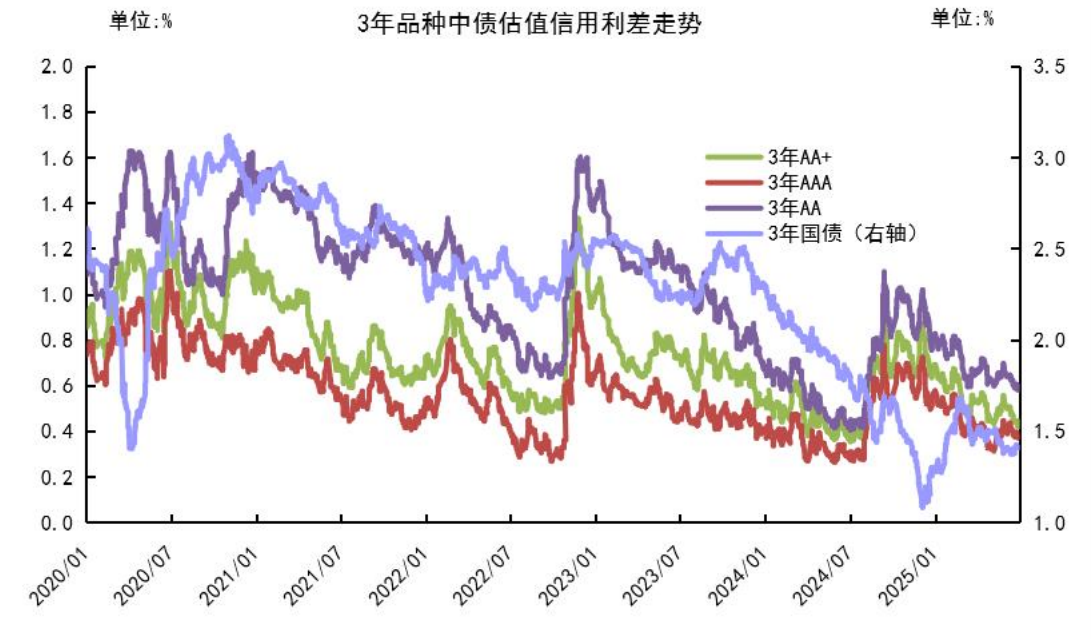
- ✓ 8月5年AA和AA-收益率下行10BP和12BP，为下行幅度最大品种；
- ✓ 8月1年AA-和5年AA-信用利差变动-14和-12BP，为利差收窄幅度最大的两个品种；

图3：3年期品种收益率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：3年期品种中债估值信用利差走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

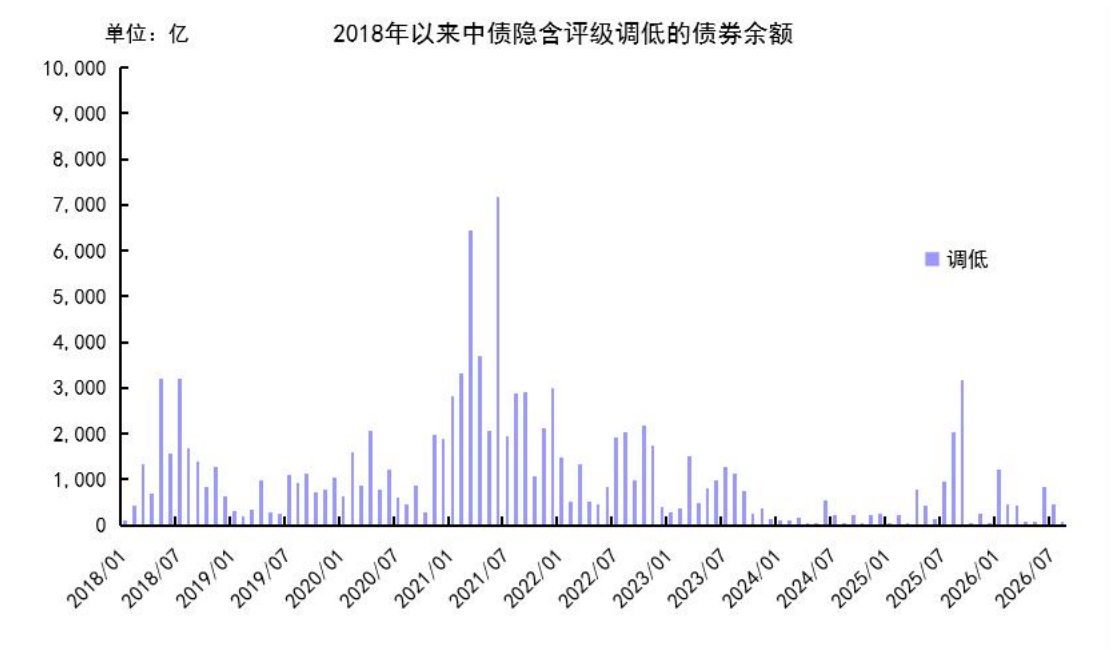
仅供内部参考，请勿外传

评级迁移：8月中债市场隐含评级下调规模下降

➢ 具体到单只信用债的资本利得上，其所属的中债市场隐含评级下调也是重要风险点

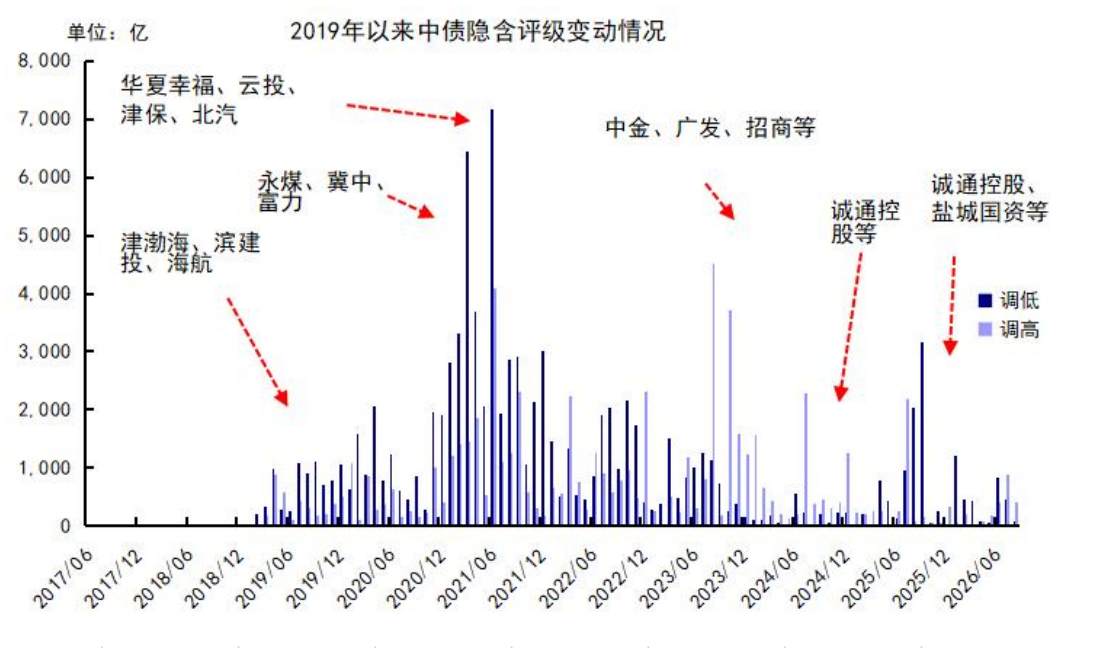
- ✓ 8月中债市场隐含评级下调债券金额80亿，上调债券金额408亿；
- ✓ 8月下调主体共7个，主要包括：安徽国贸、泉汇产业、湘潭农商、青岛城阳等，其中青岛城阳为城投品种；
- ✓ 8月上调主体共6个，主要包括：吉林投资、安徽投资、中建六局、内江路桥等，其中内江路桥为城投品种；

图5：2018年以来中债隐含评级调低的债券金额



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：2019年以来中债隐含评级变动情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

违约率和回收率：8月违约金额下降

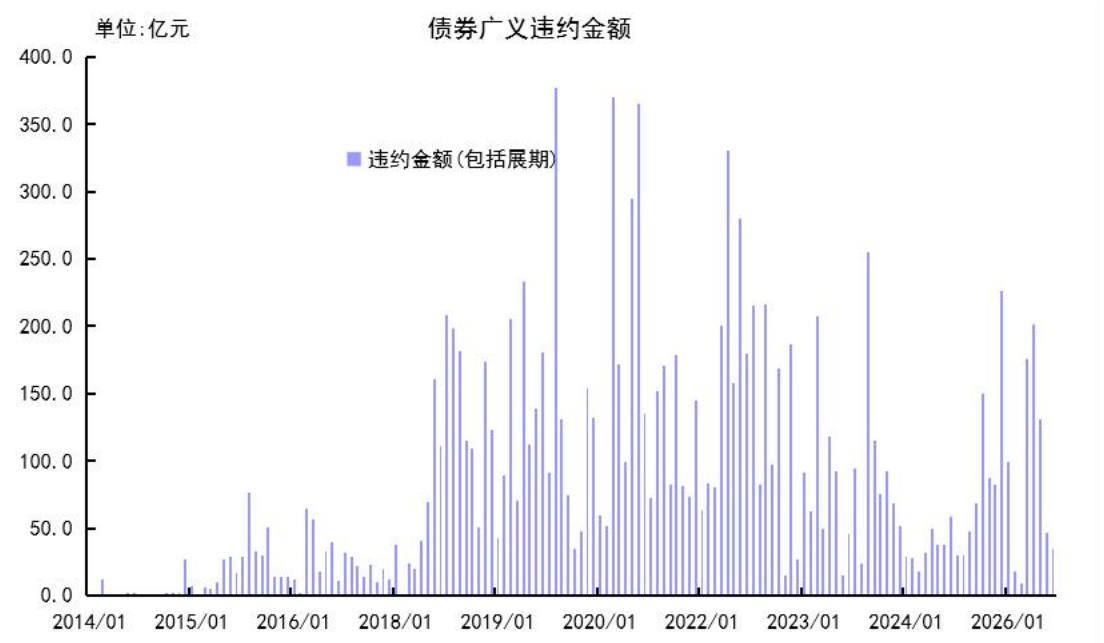
➢ 8月违约金额下降

✓ 8月违约金额（包括展期）34.7亿元，较上月46.7亿元水平继续下降；

➢ 8月富力地产、远洋控股还本付息

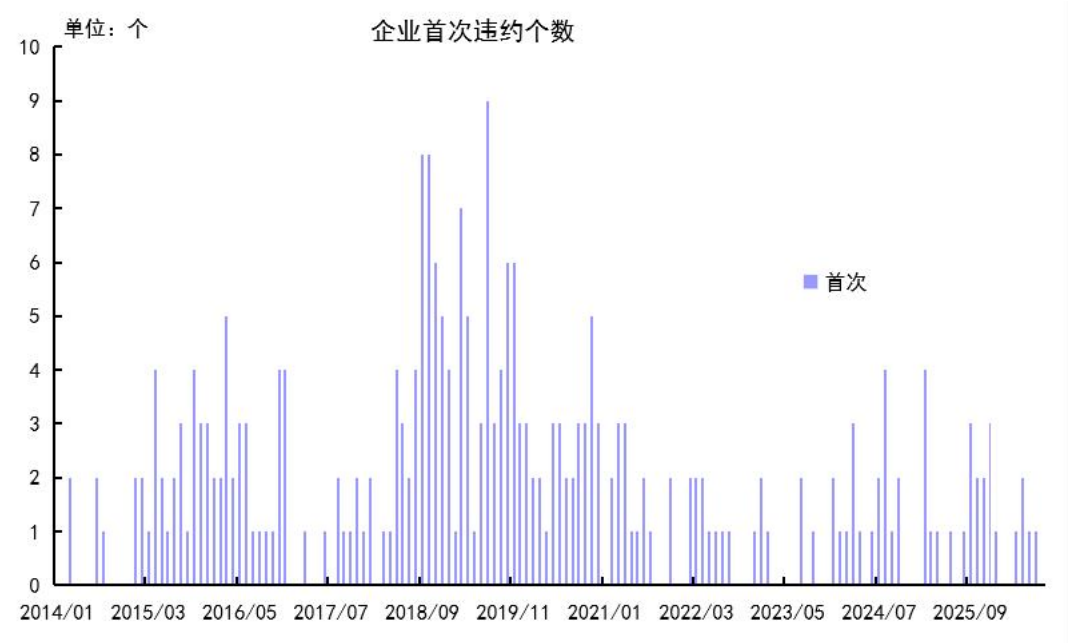
✓ 2015年以来共兑付1782亿，兑付率为15%；

图7：债券广义违约金额



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：企业首次违约个数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

目录

- 2026年8月债券行情回顾
- **海内外基本面回顾与展望**
  - ✓ **海外基本面：美国就业保持韧性，服务业景气回升**
  - ✓ **国内基本面：7月经济增速下滑，通胀亦有回落**
  - ✓ **国信高频跟踪与预测：8月国内经济增长高频指标平均表现强于季节性**
- 货币政策回顾与展望
  - ✓ 央行公开市场净回笼型时期的政策、经济与市场
- 大势研判
  - ✓ 经济动能放缓，债市迎来交易机会

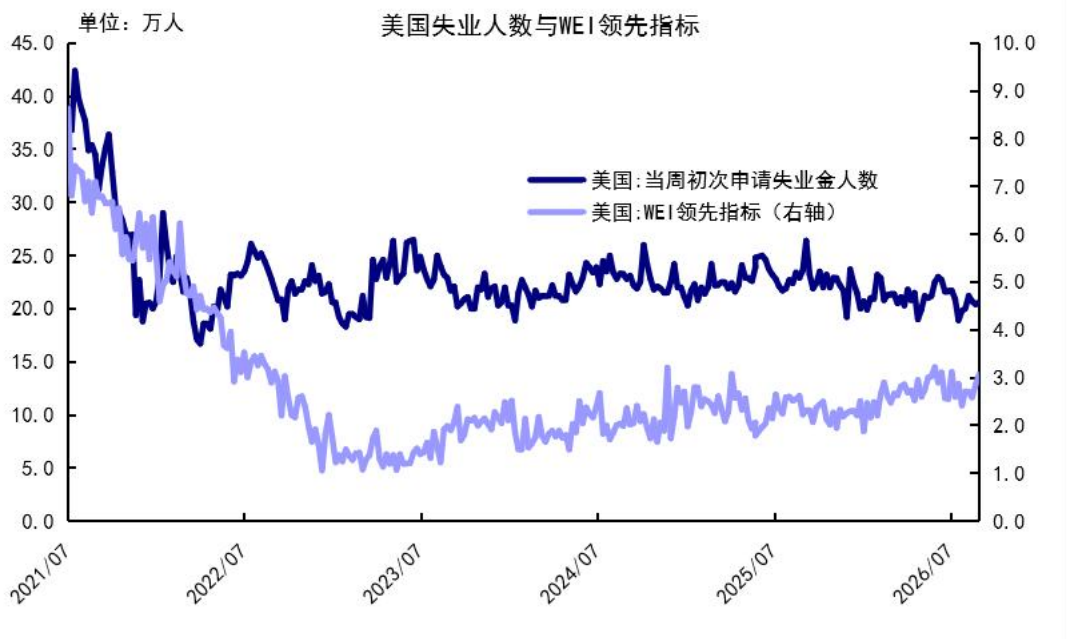
仅供内部参考，请勿外传

海外经济基本面——美国经济增长

➢ 美国服务景气回升，就业增长韧性

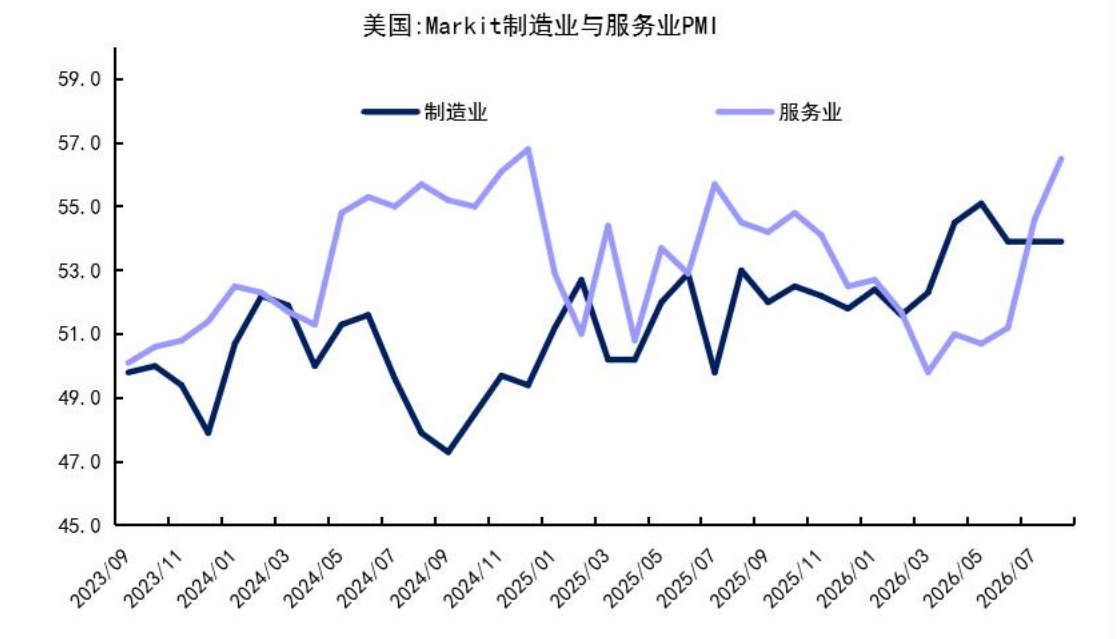
- ✓ 8月美国Markit制造业和服务业PMI分别录得53.9和56.5，前值为53.9和54.6，美国服务业景气回升；
- ✓ 8月非农就业增长16.2万人，上月为减少2.3万人，就业韧性较强；

图9：美国失业人数与WEI领先指标



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：美国制造业与服务业PMI



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

海外经济基本面——美国通货膨胀

➢ 美国CPI通胀继续回落，通胀预期企稳

- ✓ 7月美国CPI同比上涨3.3%，较上月回落0.2个百分点；核心CPI同比上涨2.5%，较上月回落0.1个百分点；
- ✓ 8月以来，美国10年期通胀预期企稳在2.3%左右；

图11：美国通货膨胀



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图12：美国10年期TIPS隐含通胀



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

海外经济基本面——欧洲和日本

➢ 欧洲日本景气回升，通胀维持高位

- ✓ 7月欧元区CPI同比上涨3.0%，较上月回升0.2%；日本CPI同比上涨1.9%，较上月上升0.3%；
- ✓ 8月欧元区和日本综合PMI录得52.0和53.5，前值为52.0和52.7，欧洲和日本经济景气上升；

图13：日本、欧洲PMI



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图14：日本、欧洲CPI同比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

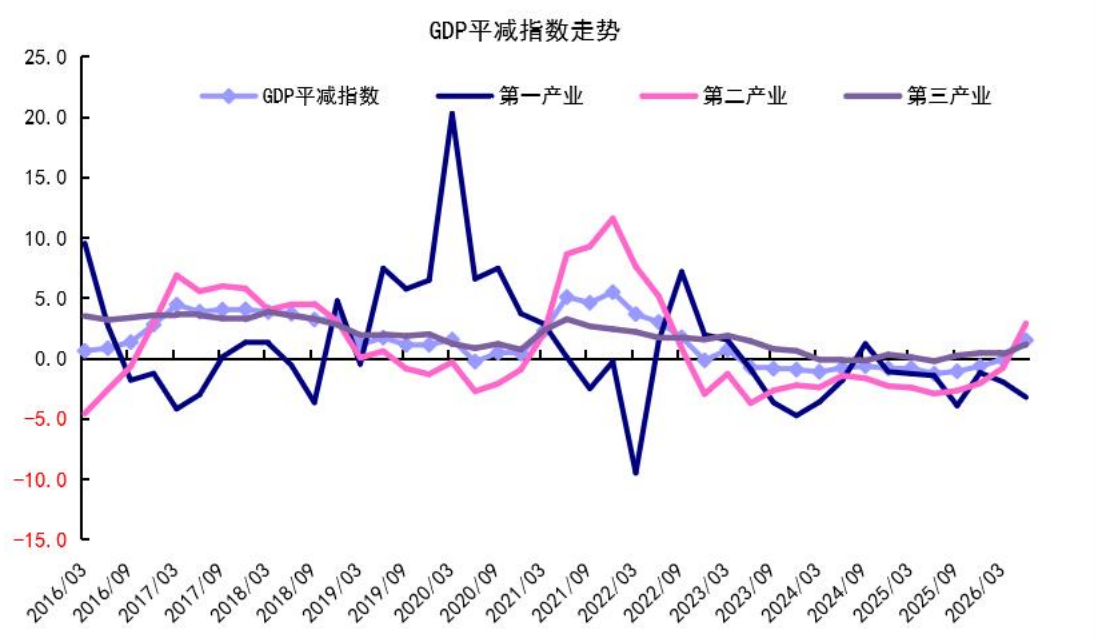
国内通货膨胀

➢ 二季度GDP平减指数较一季度反弹，第二产业为主要贡献

✓ 2026年第二季度GDP平减指数同比上涨1.5%，上个季度为下跌0.1%；

✓ 其中，第一产业-3.2%（-1.3%）、第二产业2.9%（+3.7%），第三产业1.2%（+0.8%）；

图15：GDP平减指数走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

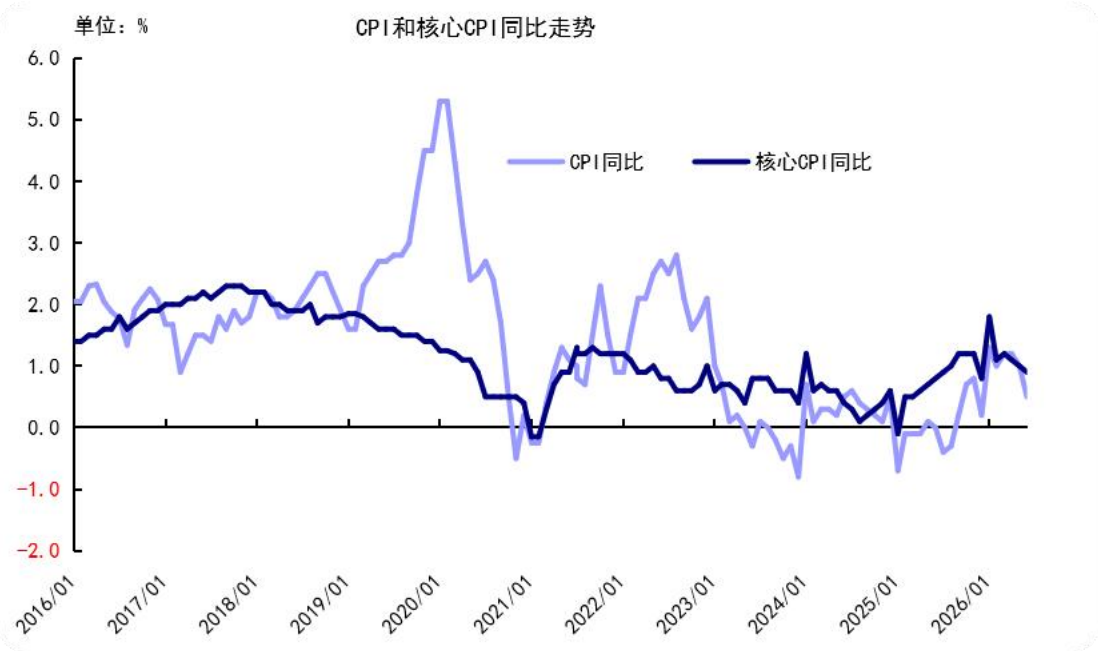
国内通货膨胀

➢ 7月国内通胀：CPI和PPI同比均有回落

✓ 7月CPI同比上涨0.5%，其中核心CPI同比0.9%，涨幅较上月分别回落0.5和0.1个百分点。

✓ 7月PPI同比上涨3.5%，较上月涨幅回落0.6个百分点。

图16：CPI和核心CPI同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图17：PPI、生产资料和生活资料同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

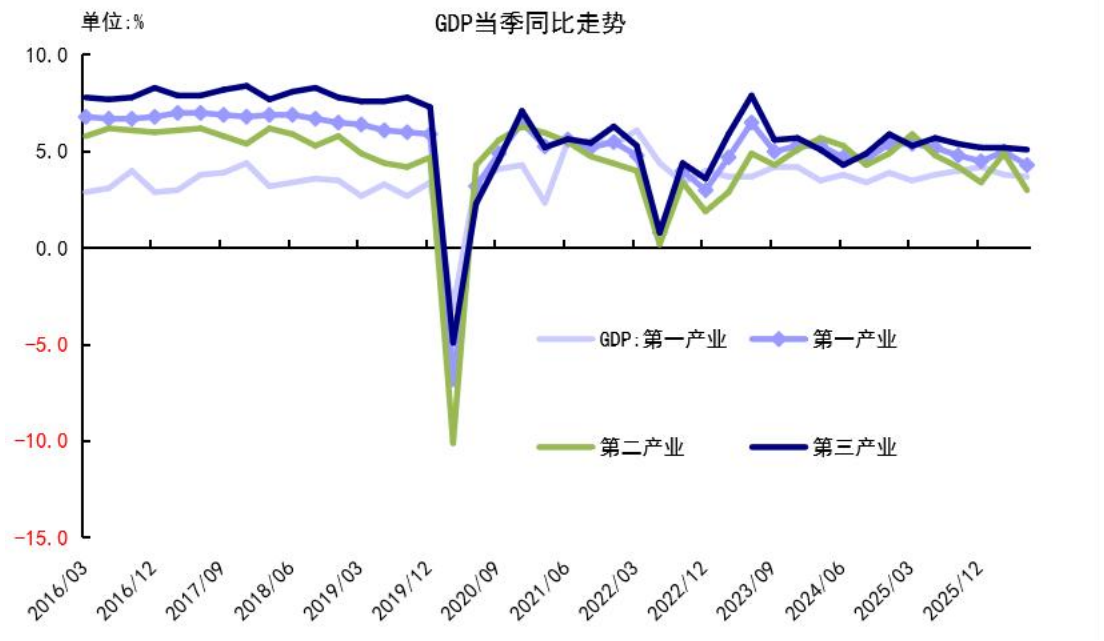
国内经济增长之生产端

➢ 二季度GDP增速大幅回落

✓ 2026年第二季度GDP当季同比4.3%，较去一季度回落0.7个百分点；分产业来看，第一产业3.7%（-0.1%），第二产业3.0%（-1.9%），第三产业5.1%（-0.1%）；

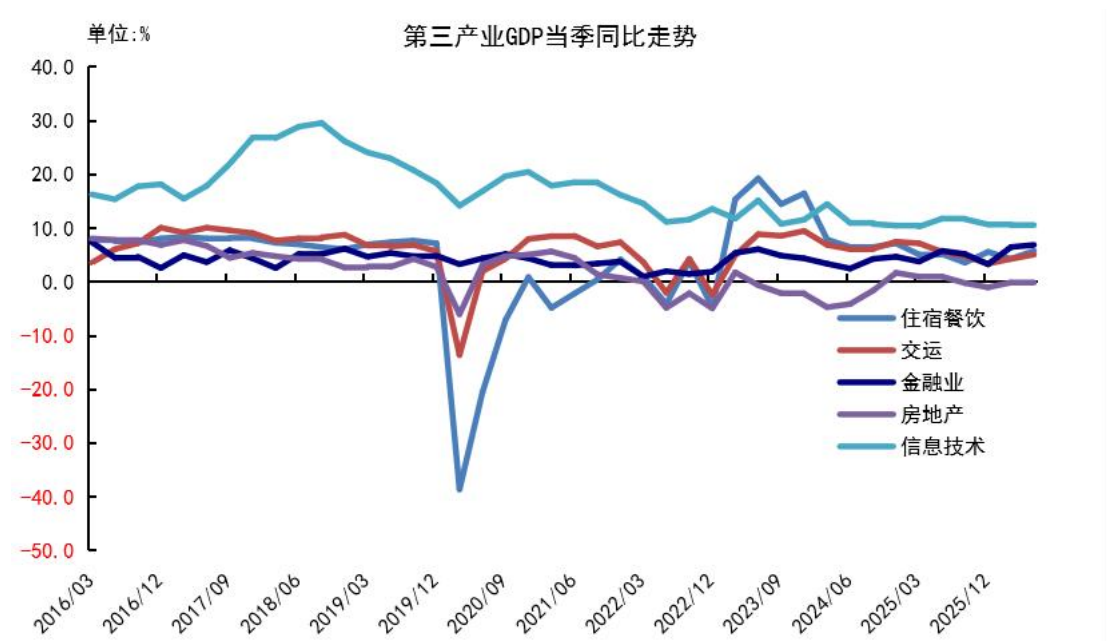
✓ 细分行业看，二季度交运、住宿和金融业增速上升；

图18：GDP当季同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图19：第三产业细分行业GDP当季同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

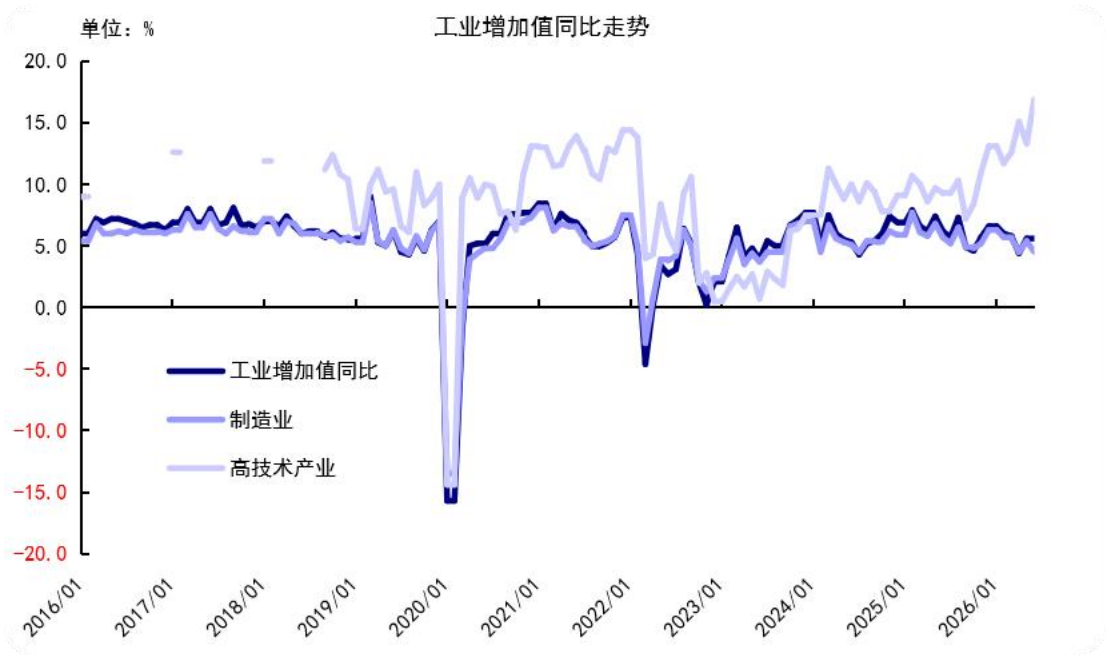
仅供内部参考，请勿外传

国内经济增长之生产端

➢ 7月工业生产增速回落，高技术产业增长稳健

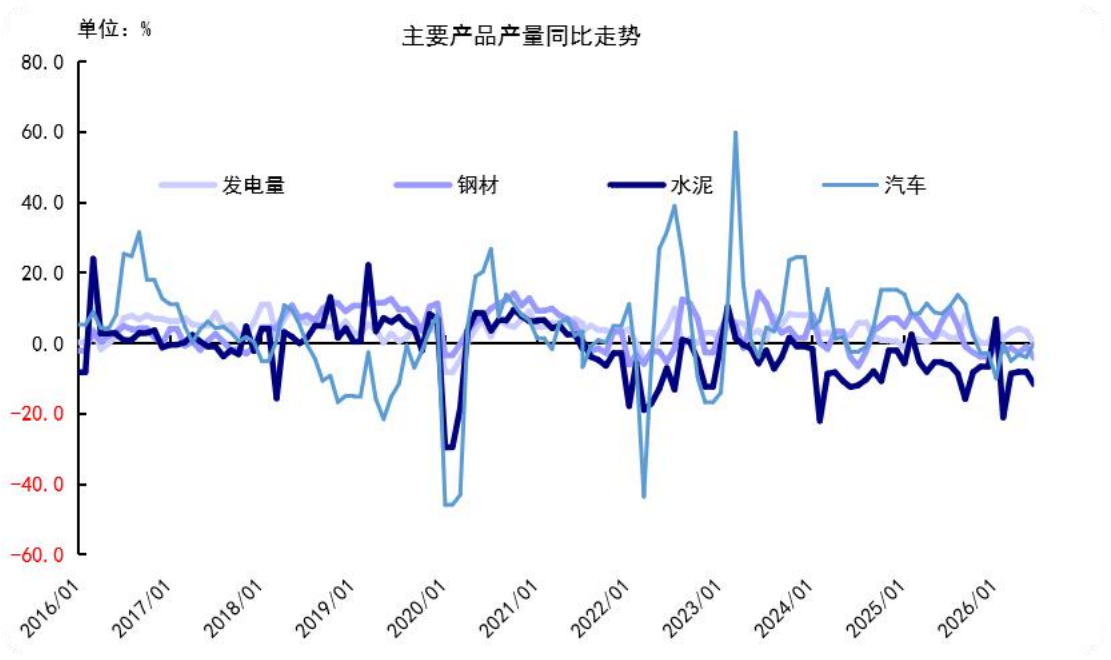
- ✓ 7月工业增加值同比上涨4.5%，较上月回落0.8%；
- ✓ 细分行业中，采矿业-4.2%（-7.8%）、制造业5.5%（-0.1%）、公用事业5.0%（-0.5%），高技术产业16.9%（+3.6%）；
- ✓ 分产品来看，发电量-0.1%（-3.6%），钢材-4.1%（-3.2%），水泥-11.6%（-3.6%），汽车-0.1%（+3.8%）；

图20：工业增加值同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图21：主要产品产量同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

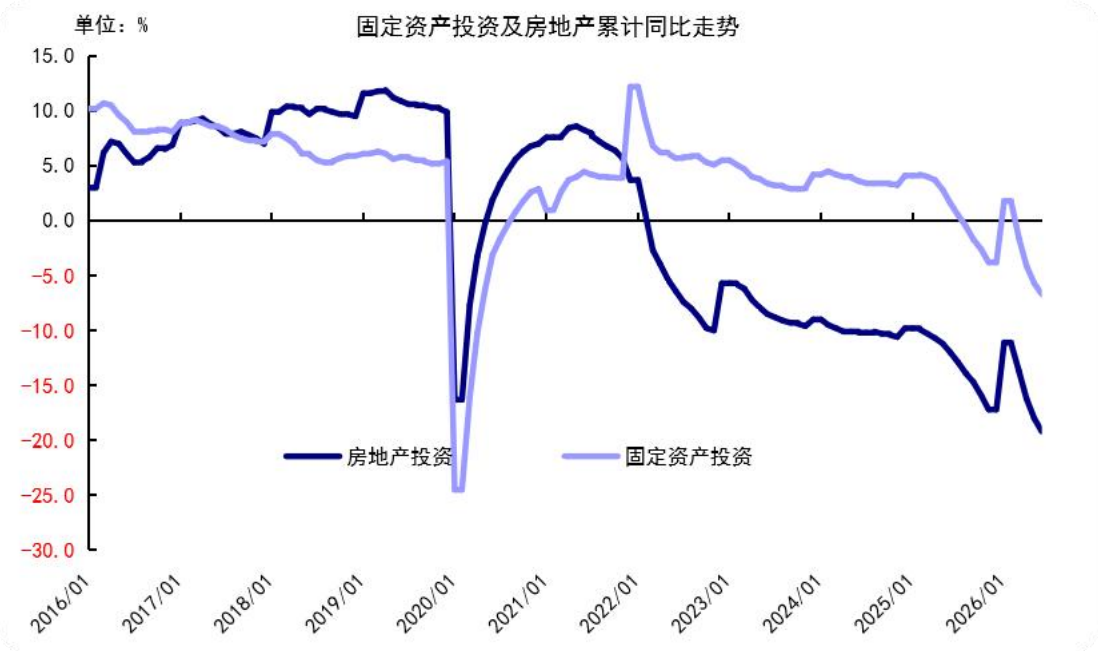
国内经济增长之需求端

➢ 7月固定资产投资跌幅扩大

✓7月固定资产投资同比增长-12.8%，较上月下降2.8%；

✓其中，制造业-4.4%（-1.2%），基建-14.7%（-4.5%），房地产-27.5%（-3.3%）；

图22：固定资产投资及房地产累计同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图23：各行业固定资产投资当月同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

国内经济增长之需求端

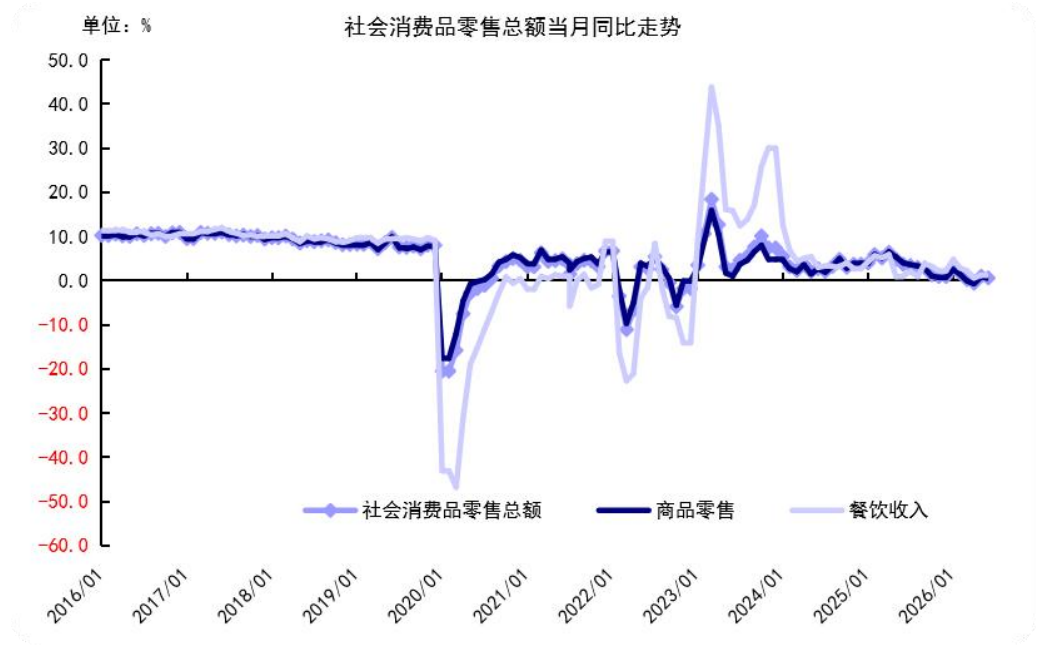
➢ 7月社会消费品零售增速回落

✓ 7月社会消费品零售同比上涨0.6%，增速较上月回落0.4个百分点；

✓ 按消费类型分，商品零售额0.5%（-0.4%），餐饮1.4%（+0.2%）；

✓ 限额以上商品中，汽车销售额-17.0%（-0.9%），石油及制品-7.6%（-1.5%）；

图24：社会消费品零售总额当月同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图25：汽车类、石油制品类零售额当月同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

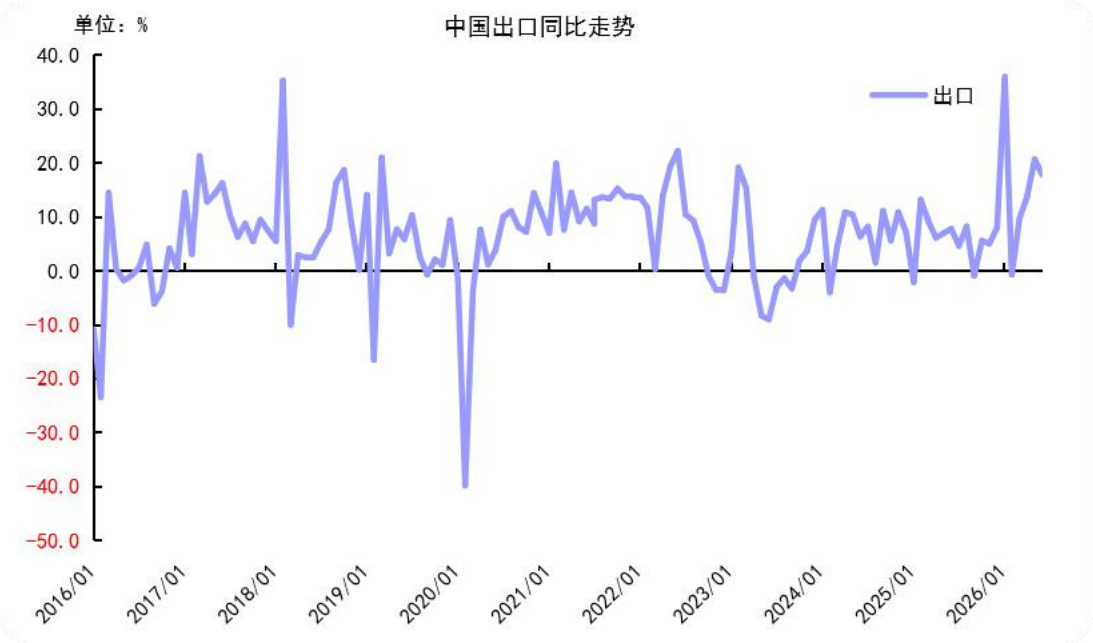
仅供内部参考，请勿外传

国内经济增长之需求端

➢ 7月进出口增速均有回落

- ✓ 进口：7月进口同比增长21.3%，较上月回落7.9个百分点；
- ✓ 出口：7月出口同比增长17.8%，较上月回落2.9个百分点；

图26：中国出口同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图27：中国进口同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

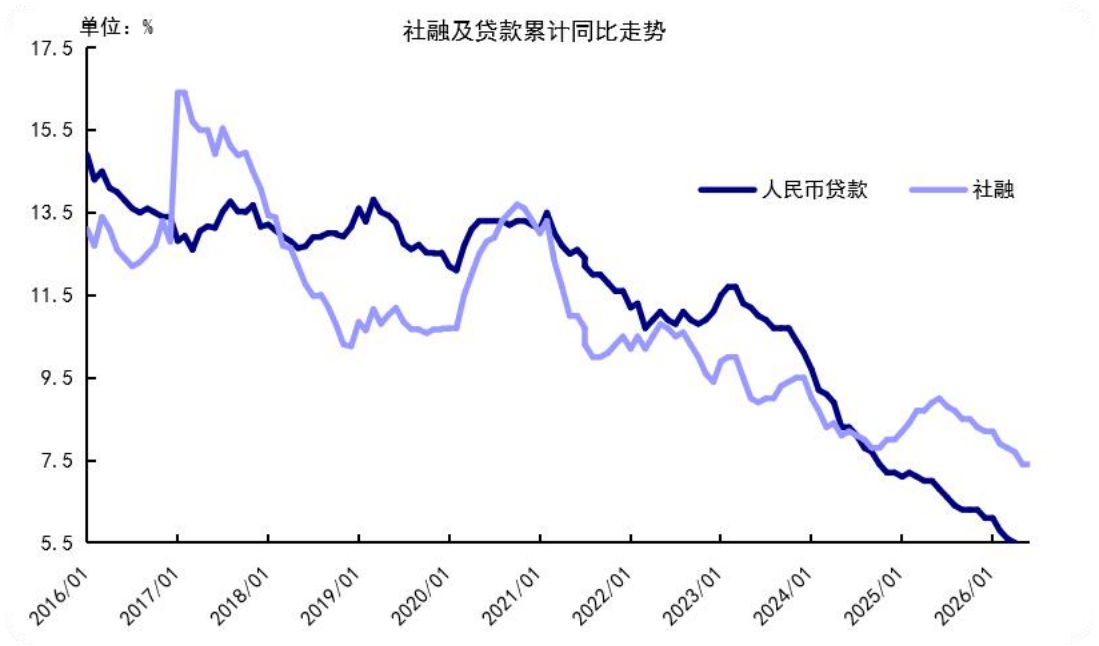
仅供内部参考，请勿外传

国内金融数据

➢ 7月社融信贷增速均有下降

- ✓ 7月M2同比增长7.7%，较上月回落0.3%；
- ✓ 7月社融同比增长7.4%，增速较上月持平，其中政府债同比增长14.1%，较上月回落0.1%；贷款同比增长5.2%，小幅回落0.1%；

图28：社融及贷款累计同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图29：货币供应量累计同比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

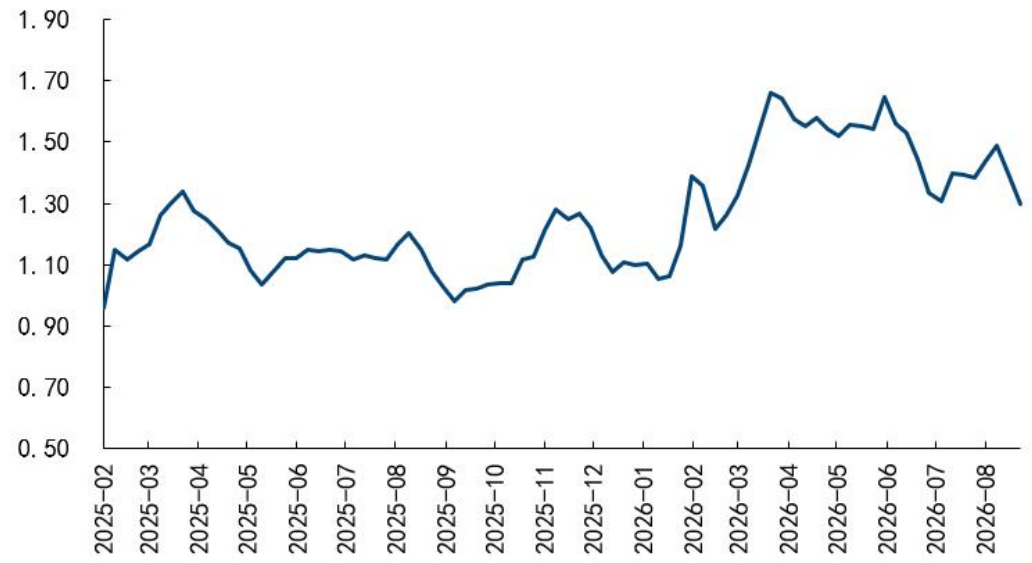
中国高频经济活动指数（高频）

国信证券 GUOSEN SECURITIES

➢ 8月国内经济增长高频指标平均表现强于季节性

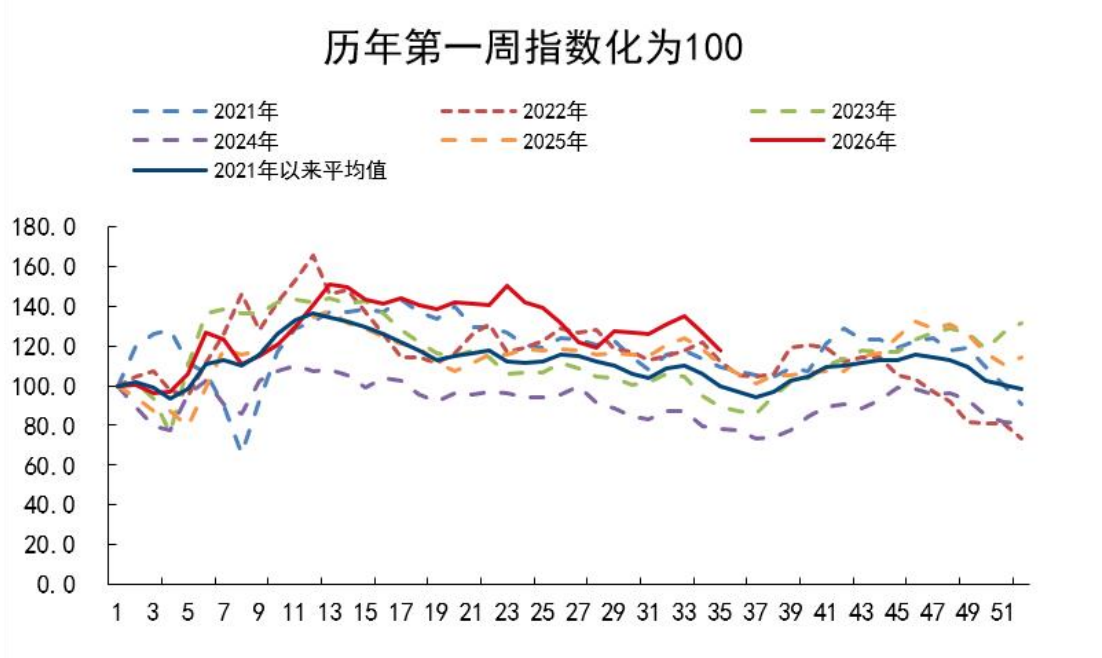
- ✓ 高频经济活动指数是指通过高频数据反映经济活动变化的综合指标，由第一财经研究院编制；
- ✓ 2026年8月中国高频经济活动指数回升，表现强于历史平均水平，指向国内经济增长动能季调后环比有所改善；

图30：中国高频经济活动指数走势一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图31：历年中国高频经济活动指数走势（首周指数化为100）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

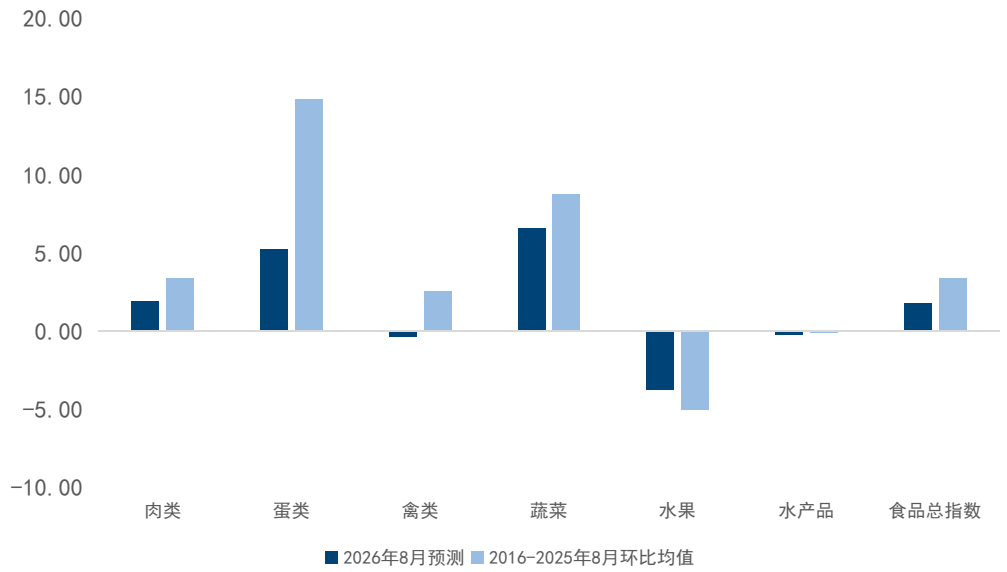
8月CPI高频跟踪及预测

国信证券 GUOSEN SECURITIES

➢ 8月CPI同比或回落至0.6%

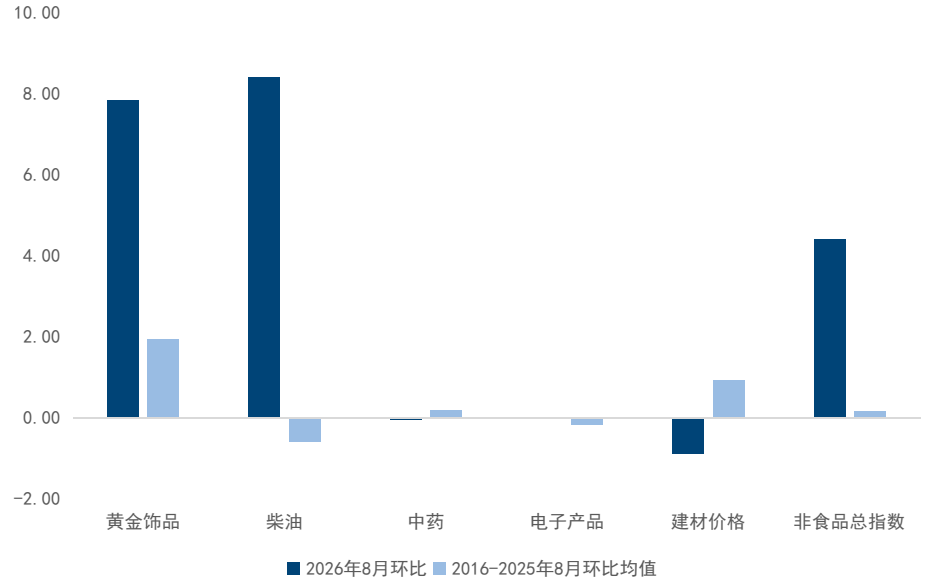
- ✓ 食品：国信农业部农产品批发价格指数8月环比约为1.8%，低于历史均值3.4%，预计8月CPI食品环比低于季节性水平；
- ✓ 非食品：8月非食品价格高频指标环比为4.4%，高于历史均值0.2%，预计8月CPI非食品环比高于季节性水平；

图32：CPI食品分项跟踪



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图33：CPI非食品分项跟踪



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

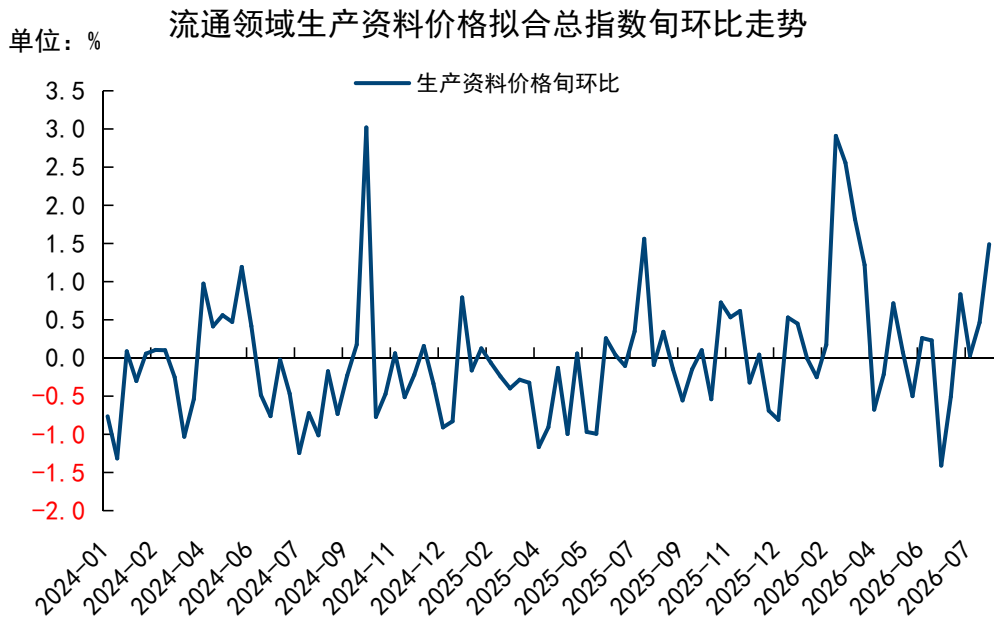
8月PPI高频跟踪及预测

➢ 8月PPI同比或继续回落至3.2%

✓8月流通领域生产资料价格企稳；

✓8月国内PPI环比约为0.2%，8月PPI同比或继续回落至3.2%；

图34：流通领域生产资产价格拟和总指数旬环比走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

长期核心经济数据判断

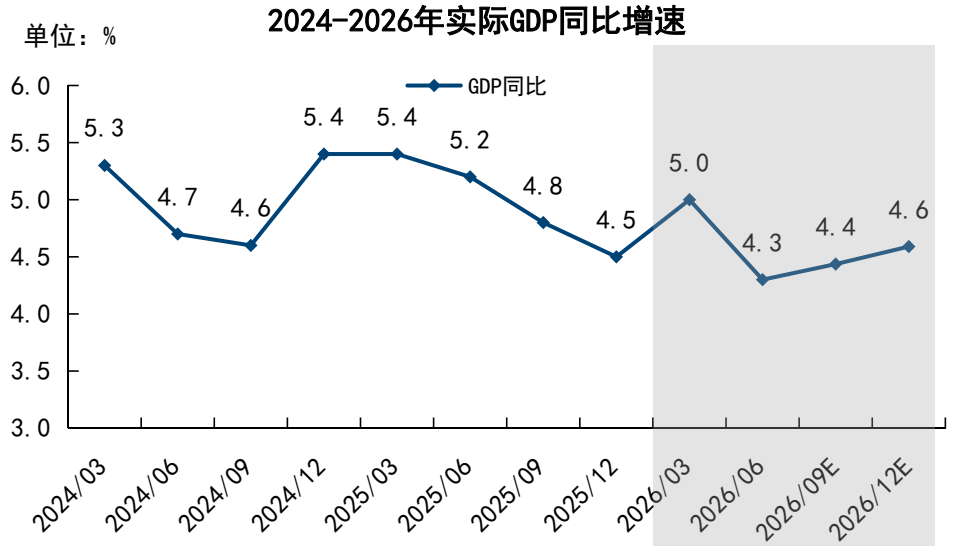
➢ 实际经济增速预期

✓ 2026年GDP增速预计为4.6%，四个季度分别是5.0%、4.3%、4.4%和4.6%；

➢ 物价走势预期

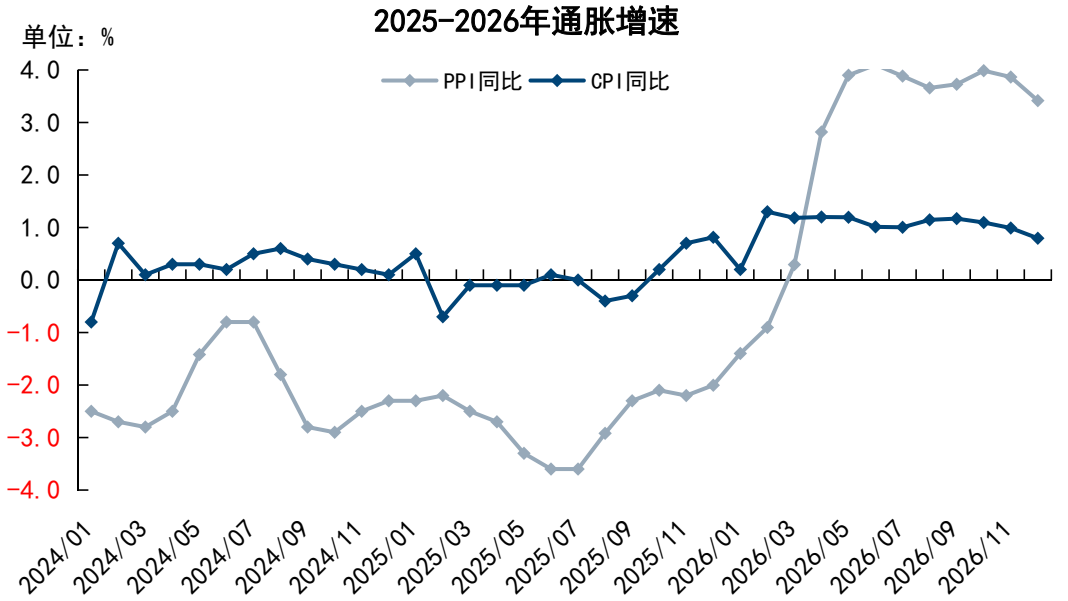
✓ 2026年CPI增速预计为1.0%，四个季度分别是1.2%、1.1%、1.1%和1.0%；2026年PPI增速预计为2.5%，四个季度分别是-0.6%、3.6%、3.8%和3.7%；

图35：2024年-2026年实际GDP同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图36：2024年-2026年通胀增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

目录

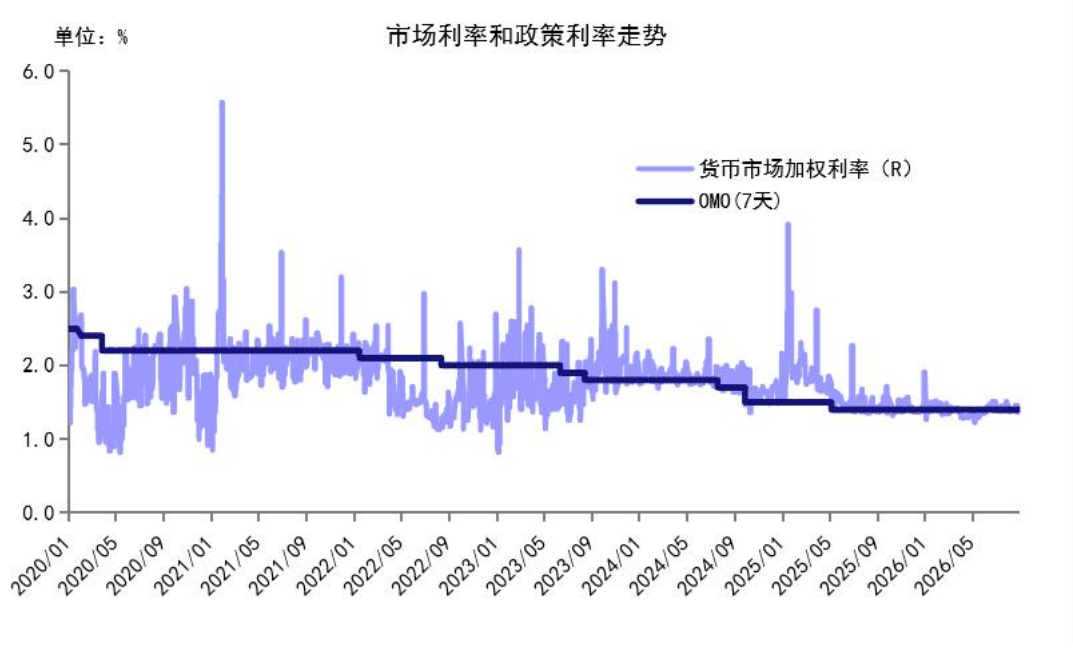
- 2026年8月债券行情回顾
- 海内外基本面回顾与展望
  - ✓ 海外基本面：美国就业保持韧性，服务业景气回升
  - ✓ 国内基本面：7月经济增速下滑，通胀亦有回落
  - ✓ 国信高频跟踪与预测：8月国内经济增长高频指标平均表现强于季节性
- **货币政策回顾与展望**
  - ✓ **央行公开市场净回笼**
- 大势研判
  - ✓ 经济动能放缓，债市迎来交易机会

仅供内部参考，请勿外传

公开市场操作

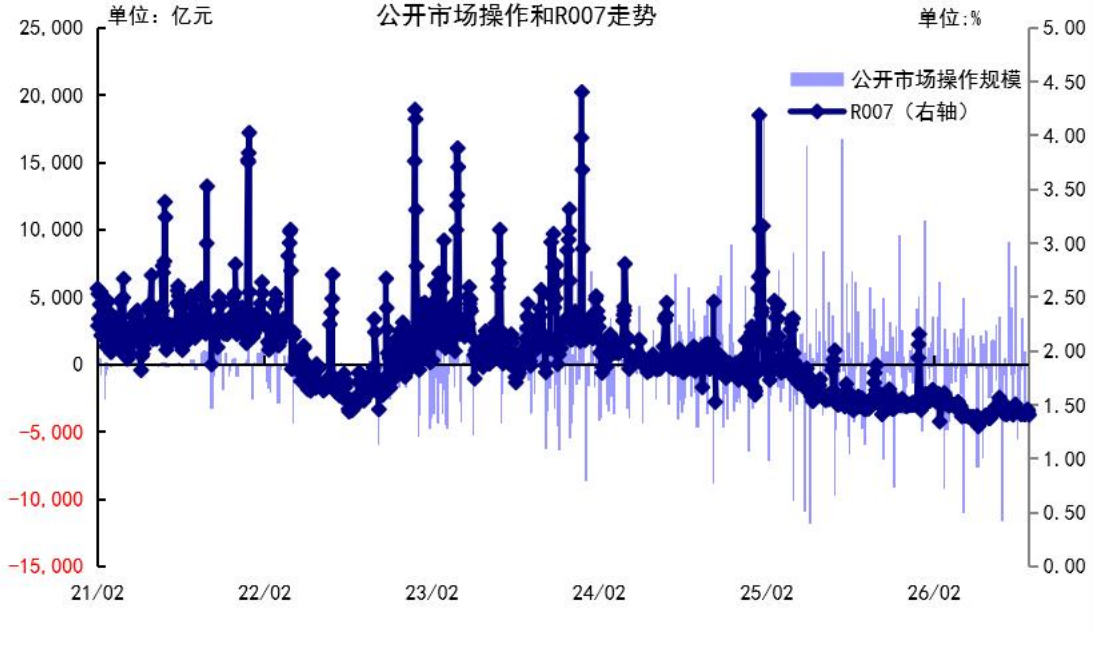
- **量（不包括MLF、国债买卖）：公开市场净回笼**
  - ✓ 8月份公开市场净回笼15,720亿；
- **价：政策利率保持不变**
  - ✓ 7天逆回购利率为1.4%；

图37：市场利率和政策利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图38：公开市场操作和R007走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

MLF：8月MLF净回笼

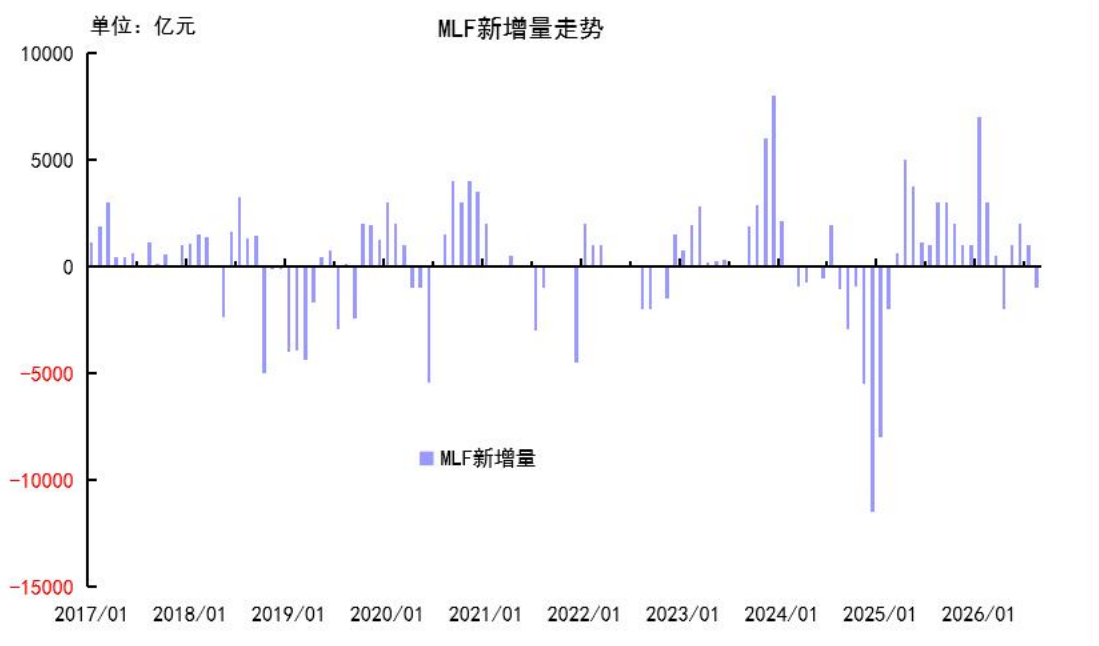
- **量：8月MLF净回笼为1000亿**
  - ✓ 8月进行了5,000亿MLF操作，到期6,000亿，MLF净回笼1,000亿；
- **价：MLF操作方式改变**
  - ✓ MLF操作调整为多重价位中标方式；

图39：市场利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图40：MLF增量及利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

8月央行动态一览

➢ 8月货币政策执行报告：

- ✓ 增量政策预告：在"适度宽松"之外，明确提出"充分发挥存量政策效能、及时谋划出台务实管用的增量政策、加大逆周期调节力度"——"谋划"二字是留给 9-10 月的政策窗口；
- ✓ 贷款定价基准多元化：从 LPR 单锚转向"LPR+DR"双锚（DR 基准贷款已在多地落地），这是利率传导机制的中期变化，比单次降息更值得跟踪；
- ✓ 隔夜逆回购常态化：明确"结合一级交易商需求，逐步增加隔夜逆回购操作频率"——为 8 月的操作范式切换提前定调。

仅供内部参考，请勿外传

目录

- 2026年8月债券行情回顾
- 海内外基本面回顾与展望
  - ✓ 海外基本面：美国就业保持韧性，服务业景气回升
  - ✓ 国内基本面：7月经济增速下滑，通胀亦有回落
  - ✓ 国信高频跟踪与预测：8月国内经济增长高频指标平均表现强于季节性
- 货币政策回顾与展望
  - ✓ 央行公开市场净回笼型时
- **大势研判**
  - ✓ **经济动能放缓，债市迎来交易机会**

仅供内部参考，请勿外传

近些年9月国债收益率多数上行

➢ 疫情后9月债券收益率无明显变化规律：

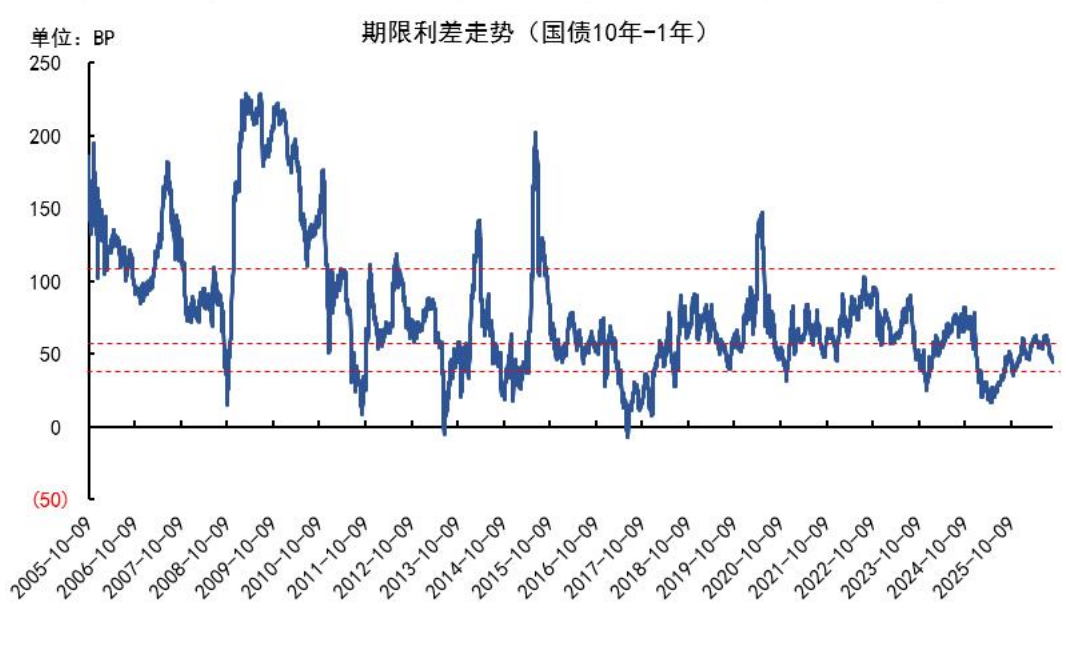
- ✓ 历史数据显示，疫情以来（2022年）9月份平均1年期国债收益率上行6BP、10年期国债收益率上行5BP；
- ✓ 截至7月31日，国债10-1期限利差为47BP，处于2002年以来17%分位数；

图68：历年8月国债收益率变动



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图69：10-1期限利差走势（2004年至今）



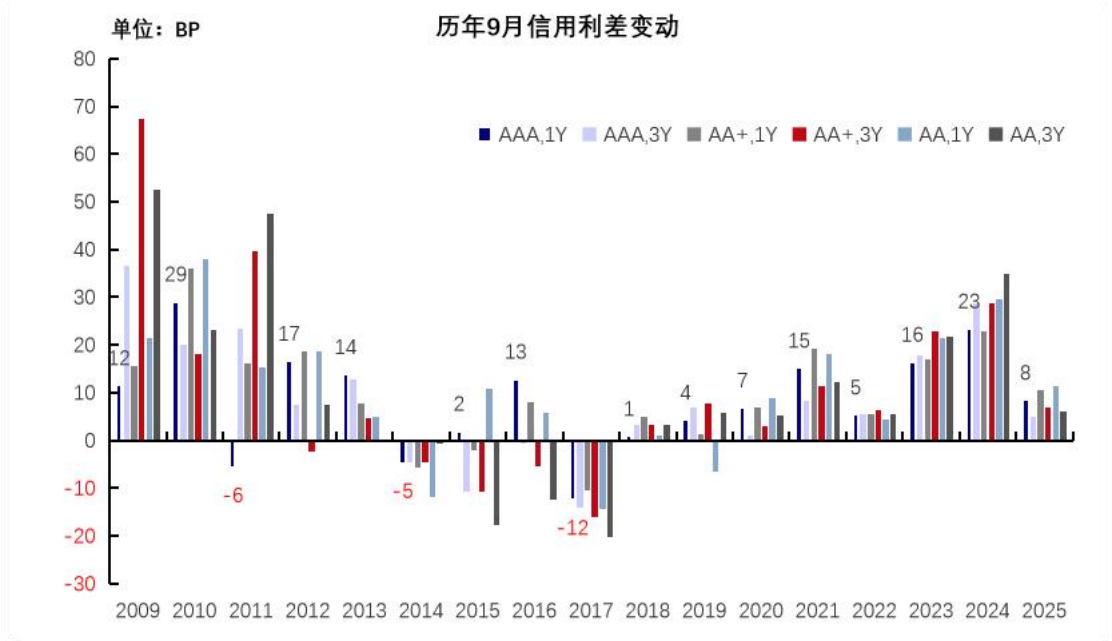
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

近些年9月信用利差走阔

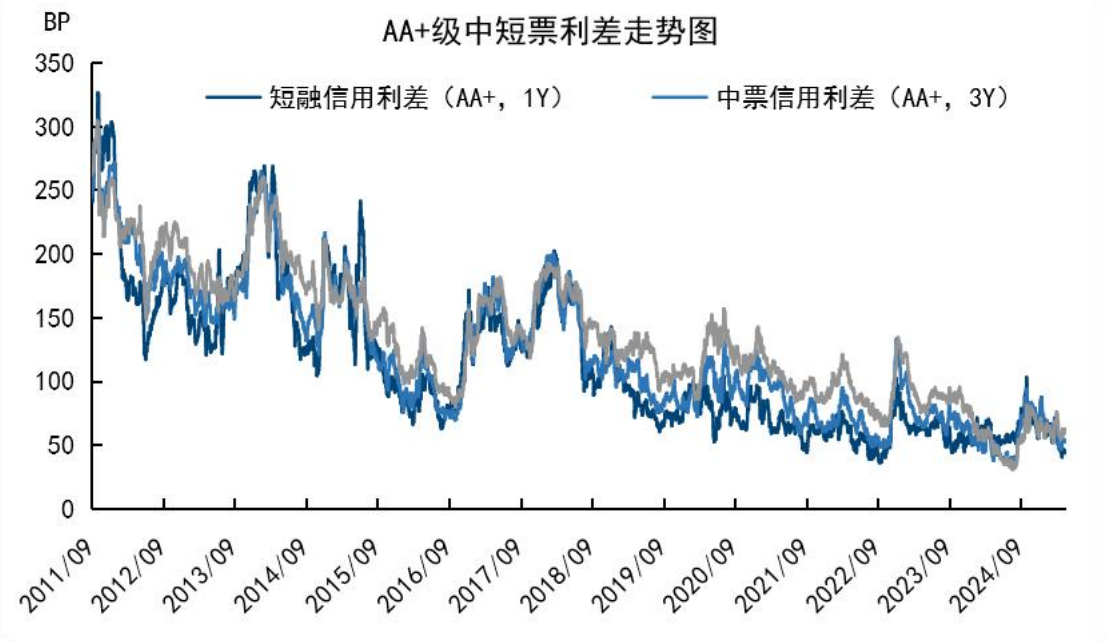
- **近些年9月信用利差均走阔：**
  - ✓ 疫情后（2022年-2025年）9月信用利差走阔，其中1年AA和3年AA品种信用利差平均走阔17BP，为变化幅度最大品种；

图70：历年7月信用利差变动



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图71：中债AA+信用利差走势（1年、3年和5年）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

仅供内部参考，请勿外传

中长期品种信用利差仍偏低

➢ 中长期信用利差位于历史极低位置：

1 年期各等级信用利差水平（2016 年以来）

1 年短融	当前分位数（%）	目前水平	最小值	1/4 分位数	1/2 分位数	3/4 分位数	最大值
超 AAA	18.0	37	17	40	51	68	163
AAA	14.3	37	22	44	56	72	173
AA+	10.4	41	30	55	70	94	202
AA	8.0	43	33	63	87	126	227
AA-	2.3	71	55	197	292	312	383

3 年期各等级信用利差水平（2016 年以来）

3 年中票	当前分位数（%）	目前水平	最小值	1/4 分位数	1/2 分位数	3/4 分位数	最大值
超 AAA	14.6	38	22	42	55	75	160
AAA	12.2	40	27	46	63	84	171
AA+	7.6	46	36	62	81	109	200
AA	5.4	52	41	80	117	146	223
AA-	2.4	102	96	240	316	351	399

5 年期各等级信用利差水平（2016 年以来）

5 年中票	当前分位数（%）	目前水平	最小值	1/4 分位数	1/2 分位数	3/4 分位数	最大值
超 AAA	8.2	34	23	44	61	83	153
AAA	9.0	38	23	53	73	96	164
AA+	7.0	46	31	72	99	127	193
AA	5.5	60	36	102	151	172	230
AA-	1.4	110	97	262	354	380	417

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理；注：数据为截至 8 月 31 日

仅供内部参考，请勿外传

保护度测算

➢ **3年期品种，持有3个月：**

✓ AAA品种的票息可以抵御22BP收益率上行；

✓ 和AAA品种相比，AA品种的票息收益可多抵御1BP上行；AA-品种的票息收益可多抵御7BP上行；

票息保护度测算（持有 3M）

	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y	50Y
国债	62	16	11	8	6	5	5	3	3
国开债	72	19	12	9	7	5	5		
中短期票据（AAA）	78	22	13	10					
中短期票据(AA+)	79	22	14						
中短期票据(AA)	80	23	15						
中短期票据(AA-)	91	29	18						

票息保护度测算（持有 6M）

	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	15Y	20Y	30Y	50Y
国债	120	25	16	12	10	8	7	5	4
国开债	139	30	18	14	10	8	7		
中短期票据（AAA）	151	34	20	15					
中短期票据(AA+)	153	35	21						
中短期票据(AA)	155	36	22						
中短期票据(AA-)	177	46	28						

资料来源：WIND、国信经济研究所整理；注：按照 8 月 31 日收益率买入

仅供内部参考，请勿外传

债海观潮，大势研判

➢ 经济修复动能放缓叠加风险偏好走低，债市迎来交易机会

- ✓ 经济增长：7月经济数据，工业增加值、固定资产投资、社融同比均有所回落，7月经济动能依然偏弱，国内经济下行压力加大，政策托底的必要性增加；
- ✓ 货币政策：7月会议强调“综合运用并适时调整货币政策工具”，隐含降准降息作为年初“备案”的存量政策，目前制约货币宽松的因素例如银行净息差以及人民币汇率均有缓解，今年降准降息概率增加；
- ✓ 通胀：中东地缘冲突缓解，输入性通胀影响趋弱；
- ✓ 此外，7月以来科技股全面回调，避险情绪升温，债市迎来交易机会，10年期国债利率向下突破1.62%前低的可能性增加；9月份信用利差走阔概率较大，预计9月利率债相比信用债表现更好

➢ 风险点

- ✓ 川普态度的多变性；
- ✓ 财政政策超预期；

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

- ✓ 内需改善动能趋弱；
- ✓ 就业修复不及预期；
- ✓ 国内货币政策大幅放松；
- ✓ 世界地缘政治矛盾加剧；
- ✓ 海外通胀韧性超预期；

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

国信证券 GUOSEN SECURITIES

国信证券投资评级			
投资评级标准	**类别**	**级别**	**说明**
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数(HSI.HI)作为基准；美国市场以标普500指数(SPX.GI)或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	**股票投资评级**	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

仅供内部参考，请勿外传

国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046　　总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032