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

宏观专题 2026 年 09 月 21 日

【宏观专题】

年底财政发力的三种情景

核心观点

今年以来财政发债、支出始终偏稳，8 月广义财政支出同比降幅扩大（-6.7%，7 月-4.4%），市场关注年底财政“发力”还是“不发力”。

但市场当前研判的现实挑战，是相关指标较繁杂、偏滞后——等财政、信贷、实物工作量等指标统一方向，市场预期往往已调整到位，于投资已意义不大。

我们观察财政发力的前瞻指标——新增政府债发行：9~12 月，新增政府债还有 4.61 万亿待发（同比增量约 1.24 万亿），10 月底可作为“分水岭”：

若 11-12 月发行，相当部分实物工作量将落在下年（资金拨付到项目需要时间、叠加北方地区冬季施工条件受限）；

若 9-10 月发行，大概率能在当年形成一定的实物工作量。

据此，按 9~10 月、11~12 月新增政府债同比增量能否超过去年同期，可对应今年底、明年初财政能否边际发力，可分为三种情景：

1、“年底发力”——今年底实物工作量或增量明显，明年初实物工作量或增量不明显：9~10 月新增政府债发行 2.2 万亿以上（同比增量大于 0.47 万亿），**11~12 月发行 2.41 万亿以下**（同比增量低于去年同期的 0.76 万亿）。

2、“甩尾发力”——今年底实物工作量或增量不明显，明年初实物工作量或增量明显：9~10 月新增政府债发行 1.24 万亿以下（同比增量低于去年同期的-0.48 万亿），**11~12 月发行 3.37 万亿以上**（同比增量大于 1.72 万亿）。

3、“均匀发力”——今年底、明年初实物工作量或均有一定增量：9~10 月新增政府债发行 1.24~2.2 万亿（同比增量大于去年同期的-0.48 万亿，小于 0.47 万亿），**11~12 月发行 2.41~3.37 万亿**（同比增量大于去年同期的 0.76 万亿，小于 1.72 万亿）。

❖ **一、今年财政有多“稳”？**（详见正文）

（一）发债偏“稳”：后 4 月新增政府债月均同比要多发 3000 亿以上

（二）支出偏“稳”：二季度以来新增地方债可投资部分萎缩，放大实物工作量体感

❖ **二、年底财政发力怎么看？**

（一）指标：新增政府债发行

一般意义上，财政发力的传导链条是：新增政府债发行（筹集资金）→项目（“资金跟着项目走”）→项目资本金（资本金到位项目才能开工）→项目配套资金（形成信贷扩张、实物工作量）。

（二）定义：10 月底——新增政府债落地年底还是下年的“分水岭”

新增政府债若 11-12 月发行，相当部分实物工作量将落在下年（资金拨付到项目需要时间、叠加北方地区冬季施工条件受限，典型案例如 2021、2023、2025 年，详见第三章）；若 **9-10 月发行，大概率能在当年形成一定的实物工作量。**

据此，我们定义：

今年底财政边际发力的阈值为“9~10 月新增政府债的同比增量多于去年 9~10 月新增政府债的同比增量”（即 9~10 月新增政府债＞去年 9~10 月的新增政府债+去年 9~10 月的新增政府债同比增量），**对应在今年底形成的实物工作量有边际改善。**

同理，定义明年初财政边际发力的阈值为“11~12 月新增政府债的同比增量多于去年 11~12 月新增政府债的同比增量”（即 11~12 月新增政府债＞去年 11~12 月的新增政府债+去年 11~12 月的新增政府债同比增量），**对应明年初形成的实物工作量有边际改善。**

（三）测算：今年底明年初财政发力的三种情景

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：高拓

电话：010-66500860

邮箱：gaotuo1@hcyjs.com

执业编号：S0360521080001

相关研究报告

《【华创宏观】中游制造盈利少些“油”虑——战略看多中游制造系列十一》 2026-09-17

《【华创宏观】再议美科技巨头融资——海外科技思辨系列六》 2026-09-10

《【华创宏观】走向“大开大合”的二次分配——投石问“K”系列九》 2026-09-07

《【华创宏观】从分化到收敛：可能的路径与挑战——投石问“K”系列八》 2026-09-06

《【华创宏观】地产治理的对比——投石问“K”系列七》 2026-09-05

下载日志已记录，仅供内部参考

去年，新增政府债 9~10 月发行 1.72 万亿，同比增量-0.48 万亿；11~12 月发行 1.65 万亿，同比增量 0.76 万亿；

则根据定义，今年底财政边际发力的阈值为 9~10 月新增政府债=1.72-0.48 万亿=1.24 万亿（注：9-10 月发行超过 1.24 万亿，只是降幅不再扩大；超过去年同期的 1.72 万亿，对应今年底实物工作量才在绝对意义上有增量），**明年初财政边际发力的阈值为 11~12 月新增政府债=1.65+0.76=2.41 万亿；**

参考上述阈值，今年 9~12 月待发的 4.61 万亿新增政府债在 9~10 月、11~12 月的分布，可对应今年底、明年初财政边际发力的三种情景：

1、“年底发力”——今年底实物工作量或增量明显，明年初实物工作量或增量不明显：9~10 月新增政府债发行 2.2 万亿以上（同比增量大于 0.47 万亿），**11~12 月发行 2.41 万亿以下**（同比增量低于去年同期的 0.76 万亿）。

2、“甩尾发力”——今年底实物工作量或增量不明显，明年初实物工作量或增量明显：9~10 月新增政府债发行 1.24 万亿以下（同比增量低于去年同期的-0.48 万亿），**11~12 月发行 3.37 万亿以上**（同比增量大于 1.72 万亿）。

3、“均匀发力”——今年底、明年初实物工作量或均有一定增量：9~10 月新增政府债发行 1.24~2.2 万亿（同比增量大于去年同期的-0.48 万亿，小于 0.47 万亿），**11~12 月发行 2.41~3.37 万亿**（同比增量大于去年同期的 0.76 万亿，小于 1.72 万亿）。

截至 9 月 18 日，**已知 9 月新增政府债发行计划（前三周为实际值）为 1.36 万亿，去年 9 月为 1.19 万亿，同比增加约 1712 亿。**

❖ 三、附：年底财政“留力”的典型案例——2021、2023、2025 年

2020 年以来，有三个较为典型的财政“留力”年可供参考：

2021 年，7 月政治局：*“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”、“统筹今明两年经济工作”；*

2023 年，10 月下旬宣布增发 1 万亿元国债，财政部副部长朱忠明：*“当前是 10 月下旬已进入四季度，根据相关工作进展和项目储备等情况，增发的国债资金初步考虑在 2023 年安排使用 5000 亿元，结转 2024 年使用 5000 亿元”；*

2025 年，10 月下旬宣布在地方政府债务结存限额中安排了 5000 亿，其中安排了 2000 亿额度用于经济大省符合条件的项目建设，对应 11 月新增专项债发行放量，实际或大部分结转至 2026 年初使用；**12 月政治局：*“加大逆周期和跨周期调节力度”*（重提“跨周期”，基本告别过去一年的超常规政策周期）。**

这三个年份，11-12 月新增政府债同比增长 3411 亿、8631 亿、7623 亿：

一方面，客观上带来了下年初“开门红”的资金增量，对应下年初实物工作量边际改善：明显高于 2022、2024 年 11-12 月的同比增量（-7052 亿、-8387 亿）。

另一方面，以 10 月底为“分水岭”，反映了年底财政主动“留力”的政策意图，即更倾向于在下年初（而非年底）形成实物工作量：高于同年 9-10 月的同比增量（2087 亿、7041 亿、-4830 亿）。

作为验证，2021、2023、2025 年的下一年（2022、2024、2026 年），测算财政“使用结转结余”同比增长约 1.65 万亿、9600 亿、7000 亿（2023、2025 年同比减少约 7400 亿、1.11 万亿；注：结转结余即财政历史积攒的存量资金）。

❖ 风险提示：新增政府债发行不及预期，增量政策超预期，财政使用结转结余测算或存在误差，项目情况不及预期，预算执行不及预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资主题

报告亮点

对于市场聚焦的年底财政发力问题，观察财政发力的前瞻指标——新增政府债发行，将 10 月底作为“分水岭”进行分析研判。

投资逻辑

新增政府债若 11-12 月发行，相当部分实物工作量将落在下年（资金拨付到项目需要时间、叠加北方地区冬季施工条件受限）；

若 9-10 月发行，大概率能在当年形成一定的实物工作量。

据此，按 9~10 月、11~12 月新增政府债同比增量能否超过去年同期，可对应今年底、明年初财政能否边际发力，可分为三种情景：

1、“年底发力”——今年底实物工作量或增量明显，明年初实物工作量或增量不明显：9~10 月新增政府债发行 2.2 万亿以上（同比增量大于 0.47 万亿），11~12 月发行 2.41 万亿以下（同比增量低于去年同期的 0.76 万亿）。

2、“甩尾发力”——今年底实物工作量或增量不明显，明年初实物工作量或增量明显：9~10 月新增政府债发行 1.24 万亿以下（同比增量低于去年同期的-0.48 万亿），11~12 月发行 3.37 万亿以上（同比增量大于 1.72 万亿）。

3、“均匀发力”——今年底、明年初实物工作量或均有一定增量：9~10 月新增政府债发行 1.24~2.2 万亿（同比增量大于去年同期的-0.48 万亿，小于 0.47 万亿），11~12 月发行 2.41~3.37 万亿（同比增量大于去年同期的 0.76 万亿，小于 1.72 万亿）。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、今年财政有多“稳”？ 6
（一）发债偏“稳”：后 4 月新增政府债每月同比要多发 3000 亿以上 6
（二）支出偏“稳”：二季度以来新增地方债可投资部分萎缩，放大实物量体感 6
二、年底财政发力怎么看？ 8
（一）指标：新增政府债发行 8
（二）定义：10 月底——新增政府债落地年底还是下年的“分水岭” 8
（三）测算：今年底明年初财政发力的三种情景 8
三、附：年底财政“留力”的典型案例——2021、2023、2025 年 9

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1 新增地方债月度发行持续不及去年同期，二季度以来可投资部分萎缩.....6
图表 2 1-8 月新增地方债同比少增约 4000 亿.....7
图表 3 1-8 月地方债可投资部分同比少增约 3000 亿.....7
图表 4 新增政府债发行.....7
图表 5 新增政府债发行进度.....7
图表 6 广义财政收支增速剪刀差.....7
图表 7 今年新增政府债发行目标为 11.89 万亿.....9
图表 8 常规年份，新增政府债基本会接近“发完”.....9
图表 9 年底新增政府债分布.....10
图表 10 年底财政“留力”的痕迹？11-12 月新增政府债和次年使用结转结余双高增 10

下载日志已记录，仅供内部参考

一、今年财政有多“稳”？

（一）发债偏“稳”：后 4 月新增政府债月均同比要多发 3000 亿以上

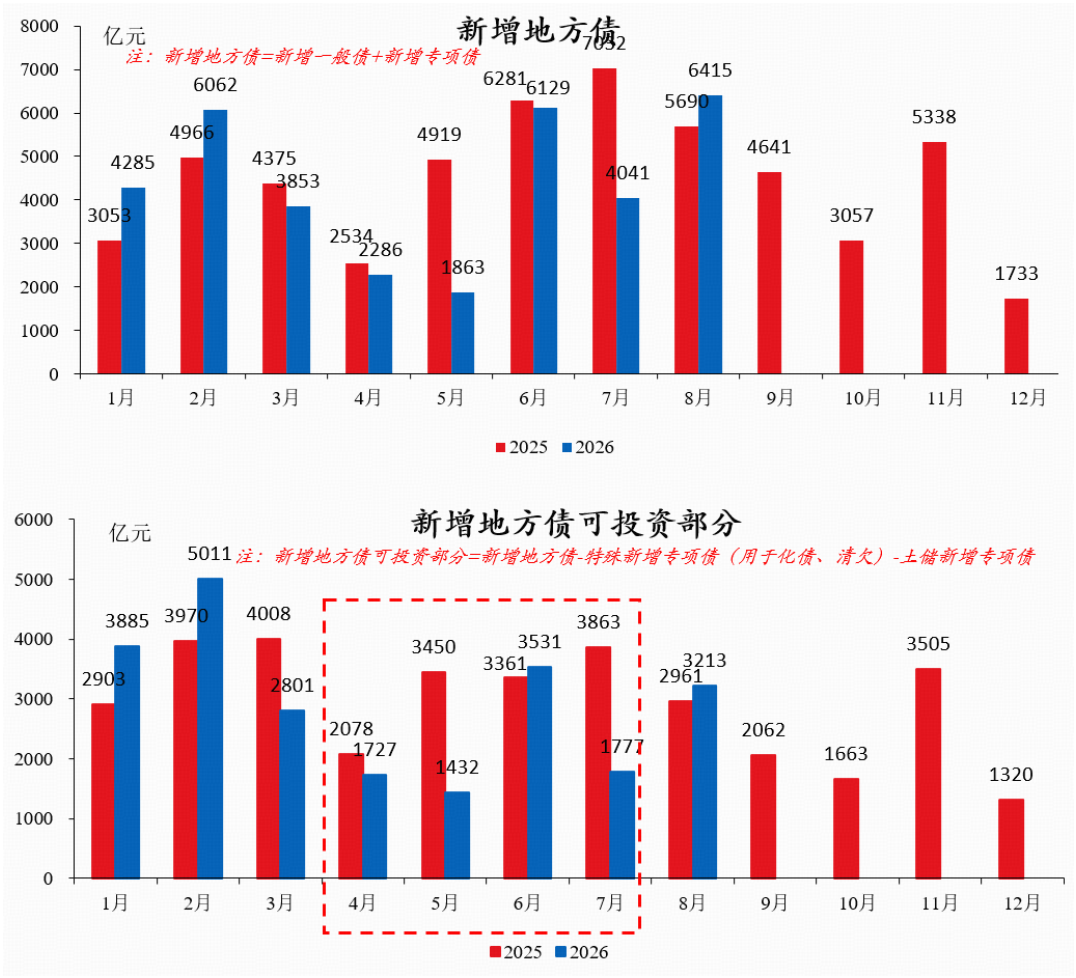
今年后 4 月新增政府债同比要多发 1.2 万亿以上，月均同比要多发 3000 亿以上：今年 1-8 月，新增政府债累计发行 7.28 万亿，全年目标为 11.89 万亿，还有 11.89-7.28=4.61 万亿待发；去年同期已累计发行 8.56 万亿，全年实际发行 11.93 万亿，还有 11.93-8.56=3.38 万亿待发。

（二）支出偏“稳”：二季度以来新增地方债可投资部分萎缩，放大实物量体感

受发债偏稳影响，**1-8 月广义财政（一、二本账）支出同比-3.5%，收入增速-支出增速达 5.5 个百分点。**

尤其是新增地方债月度发行持续不及去年同期、其中可投资部分（剔除用于化债、清欠和土储的专项债）**二季度以来萎缩，进一步放大了财政偏“稳”的实物量体感。**

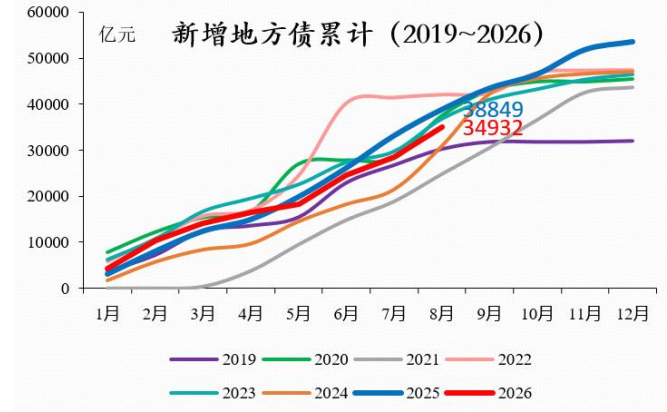
图表 1　新增地方债月度发行持续不及去年同期，二季度以来可投资部分萎缩



资料来源：财政部，Wind，华创证券

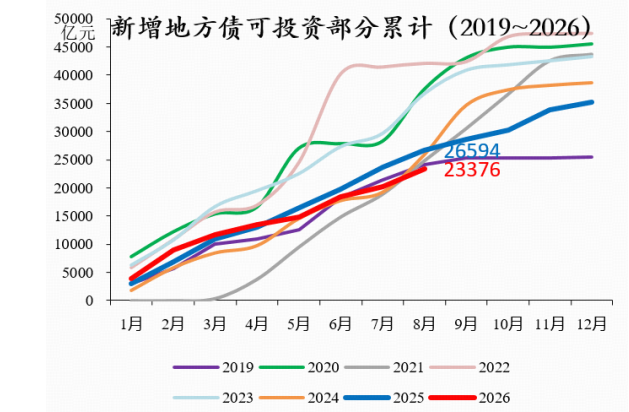
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2 1-8 月新增地方债同比少增约 4000 亿



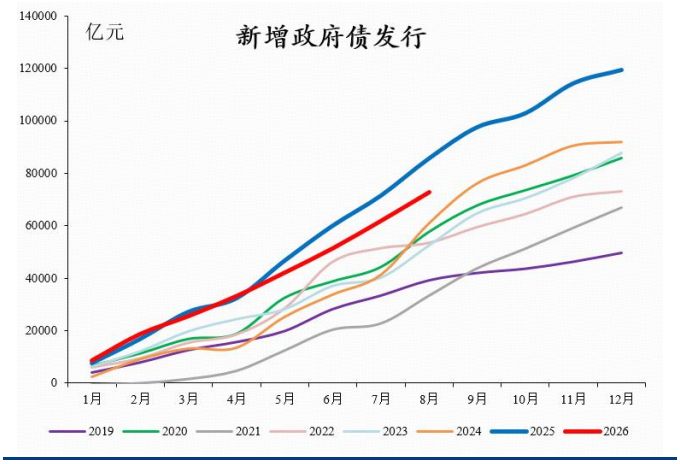
资料来源：Wind，华创证券

图表 3 1-8 月地方债可投资部分同比少增约 3000 亿



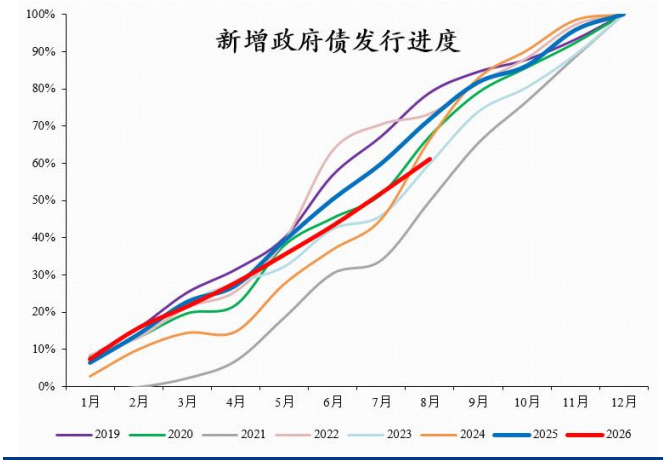
资料来源：Wind，华创证券

图表 4 新增政府债发行



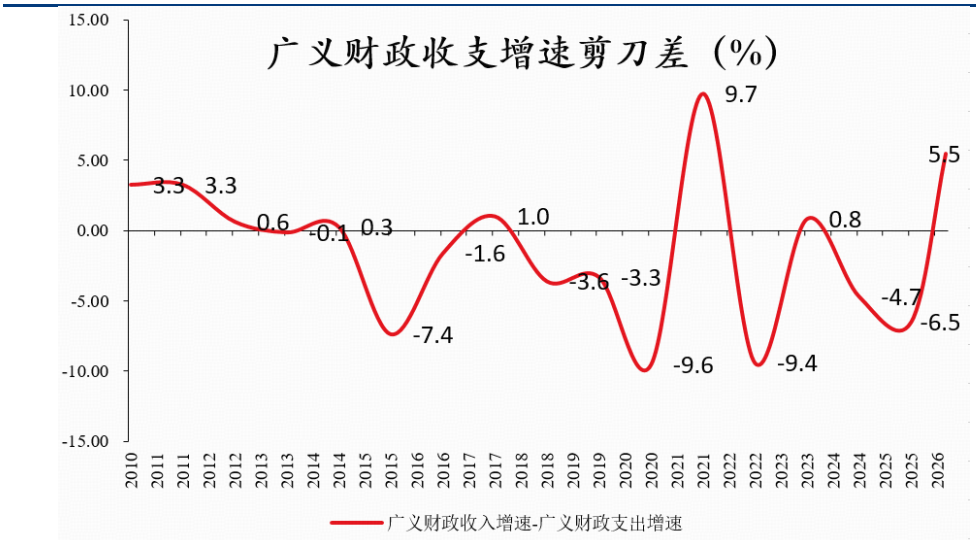
资料来源：Wind，华创证券

图表 5 新增政府债发行进度



资料来源：Wind，华创证券

图表 6 广义财政收支增速剪刀差



资料来源：财政部，Wind，华创证券 注：2026 年为 1-8 月累计值

下载日志已记录，仅供内部参考

二、年底财政发力怎么看？

（一）指标：新增政府债发行

一般意义上，财政发力的传导链条是：新增政府债发行（筹集资金）→项目（“资金跟着项目走”）→项目资本金（资本金到位项目才能开工）→项目配套资金（形成信贷扩张、实物工作量）。

（注：新增政府债=新增一般债+新增专项债+一般国债/特别国债净融资，与财政部公布的*“今年新增政府债券规模达到 11.89 万亿”*口径一致；不含每年 2 万亿置换债，因其不体现为财政支出）

（二）定义：10 月底——新增政府债落地年底还是下年的“分水岭”

新增政府债若 11-12 月发行，相当部分实物工作量将落在下年（资金拨付到项目需要时间、叠加北方地区冬季施工条件受限，典型案例如 2021、2023、2025 年，详见第三章）；**若 9-10 月发行，大概率能在当年形成一定的实物工作量。**

据此，我们定义：

今年底财政边际发力的阈值为“9~10 月新增政府债的同比增量多于去年 9~10 月新增政府债的同比增量”（即 9~10 月新增政府债＞去年 9~10 月的新增政府债+去年 9~10 月的新增政府债同比增量），**对应在今年底形成的实物工作量有边际改善。**

同理，定义明年初财政边际发力的阈值为“11~12 月新增政府债的同比增量多于去年 11~12 月新增政府债的同比增量”（即 11~12 月新增政府债＞去年 11~12 月的新增政府债+去年 11~12 月的新增政府债同比增量），**对应明年初形成的实物工作量有边际改善。**

（三）测算：今年底明年初财政发力的三种情景

去年，新增政府债 9~10 月发行 1.72 万亿，同比增量-0.48 万亿；11~12 月发行 1.65 万亿，同比增量 0.76 万亿；

则根据定义，今年底财政边际发力的阈值为 9~10 月新增政府债=1.72-0.48 万亿=1.24 万亿（注：9-10 月发行超过 1.24 万亿，只是降幅不再扩大；超过去年同期的 1.72 万亿，对应今年底实物工作量才在绝对意义上有增量），**明年初财政边际发力的阈值为 11~12 月新增政府债=1.65+0.76=2.41 万亿；**

参考上述阈值，今年 9~12 月待发的 4.61 万亿新增政府债在 9~10 月、11~12 月的分布，可对应今年底、明年初财政边际发力的三种情景：

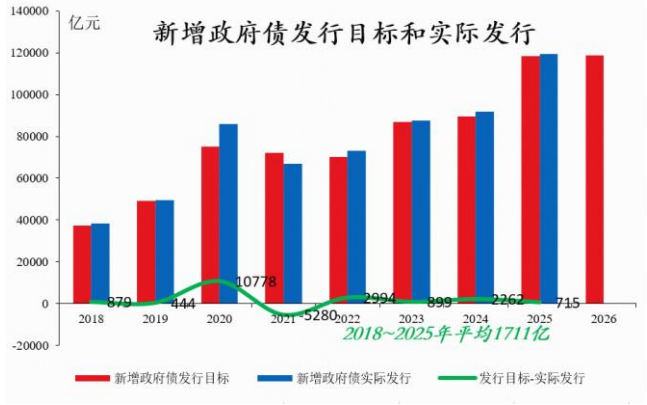
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 7 今年新增政府债发行目标为 11.89 万亿



资料来源：财政部，Wind，华创证券

图表 8 常规年份，新增政府债基本会接近“发完”



资料来源：财政部，Wind，华创证券

1、“年底发力”——今年底实物工作量或增量明显，明年初实物工作量或增量不明显：9~10 月新增政府债发行 2.2 万亿以上（同比增量大于 0.47 万亿），11~12 月发行 2.41 万亿以下（同比增量低于去年同期的 0.76 万亿）。

2、“甩尾发力”——今年底实物工作量或增量不明显，明年初实物工作量或增量明显：9~10 月新增政府债发行 1.24 万亿以下（同比增量低于去年同期的-0.48 万亿），**11~12 月发行 3.37 万亿以上**（同比增量大于 1.72 万亿）。

3、“均匀发力”——今年底、明年初实物工作量或均有一定增量：9~10 月新增政府债发行 1.24~2.2 万亿（同比增量大于去年同期的-0.48 万亿，小于 0.47 万亿），**11~12 月发行 2.41~3.37 万亿**（同比增量大于去年同期的 0.76 万亿，小于 1.72 万亿）。

截至 9 月 18 日，**已知 9 月新增政府债发行计划**（前三周为实际值）**为 1.36 万亿，去年 9 月为 1.19 万亿，同比增加约 1712 亿。**

三、附：年底财政“留力”的典型案例——2021、2023、2025 年

2020 年以来，有三个较为典型的财政“留力”年可供参考。

2021 年，7 月政治局：*“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”、“统筹今明两年经济工作”；*

2023 年，10 月下旬宣布增发 1 万亿元国债，财政部副部长朱忠明：*“当前是 10 月下旬已进入四季度，根据相关工作进展和项目储备等情况，增发的国债资金初步考虑在 2023 年安排使用 5000 亿元，结转 2024 年使用 5000 亿元”；*

2025 年，10 月下旬宣布在地方政府债务结存限额中安排了 5000 亿，其中安排了 2000 亿额度用于经济大省符合条件的项目建设，对应 11 月新增专项债发行放量，实际或大部分结转至 2026 年初使用；**12 月政治局：*“加大逆周期和跨周期调节力度”*（重提“跨周期”，基本告别过去一年的超常规政策周期）。**

这三个年份， 11-12 月新增政府债同比增长 3411 亿、8631 亿、7623 亿：

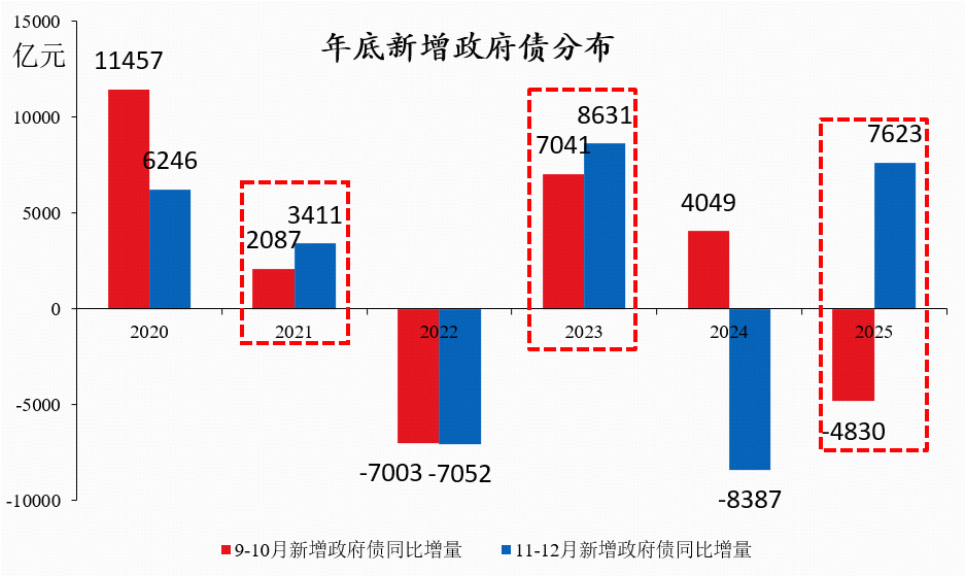
一方面，客观上带来了下年初“开门红”的资金增量，对应下年初实物工作量边际改善：明显高于 2022、2024 年 11-12 月的同比增量（-7052 亿、-8387 亿；2020 年为疫情冲击、

下载日志已记录，仅供内部参考

基数较高）。

另一方面，以 10 月底为“分水岭”，反映了年底财政主动“留力”的政策意图，即更倾向于在下年初（而非年底）形成实物工作量：高于同年 9-10 月的同比增量（2087 亿、7041 亿、-4830 亿）。

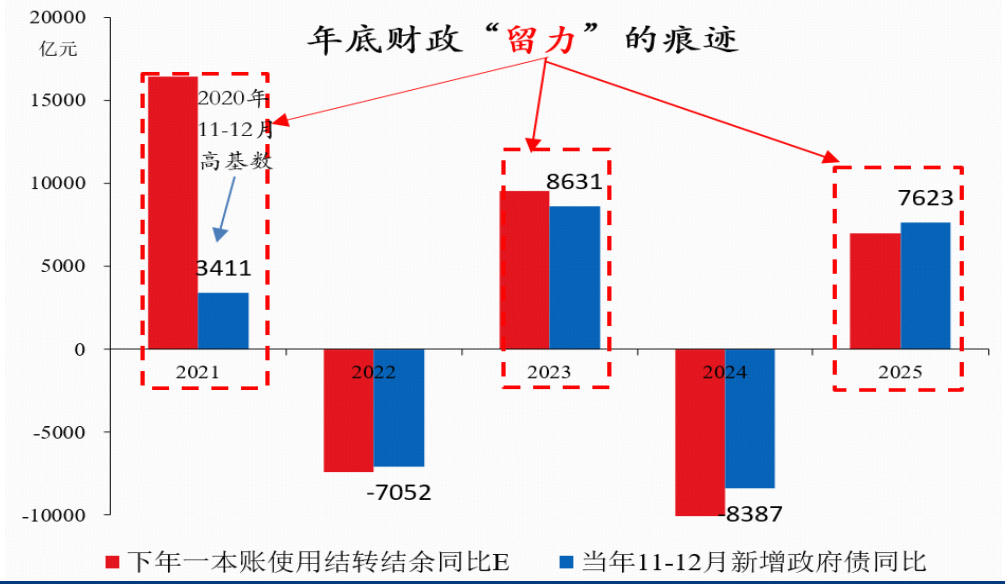
图表 9　年底新增政府债分布



资料来源：Wind，华创证券

作为验证，2021、2023、2025 年的下一年（2022、2024、2026 年），测算财政“使用结转结余”同比增长约 1.65 万亿、9600 亿、7000 亿（2023、2025 年同比减少约 7400 亿、1.11 万亿；注：结转结余即财政历史积攒的存量资金，通过从财政公布的“调入资金和结转结余”当中剔除当年二、三本账调入一本账资金后可得）。

图表 10　年底财政“留力”的痕迹？11-12 月新增政府债和次年使用结转结余双高增



资料来源：财政部，Wind，华创证券测算 注：结转结余即财政之前年份积攒、当年可用的存量资金，通过从财政公布的“调入资金和结转结余”当中剔除当年二、三本账调入一本账资金后可得，其中二本账调入资金按地方本级政府性基金收入比例的 15%测算

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
	朱晞毓	高级销售经理		zhuxiyu@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@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
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	郭有渔	销售助理		guoyouyu@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
	宋丹玓	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