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 10 月 16 日

【宏观快评】

非银机构存款持续回落——2026 年 9 月金融数据观察思考

事　项

2026 年 9 月，社融存量同比增长 7.1%（前值 7.2%），M2 同比增长 7.2%（前值 7.5%），新口径 M1 同比增长 3.2%（前值 4.1%）。

❖ **核心观点。**

1、我们前期 7 月和 8 月金融数据点评均提示市场预期可能开始波动。彼时我们观测到利润的领先指标开始顶部震荡，估值的研判指标则持续走弱。9 月数据来看，估值的研判指标仍相对偏弱，但利润的领先指标（企业居民存款剪刀差）则重新向上抬升。不过，结合后续分析来看，该利润领先指标的抬升未必能延续。

2、9 月金融数据有三个特点，一是与实体经济生产经营行为相关的单位存款（非金融企业存款为主）其同比抬升规模，是剔除过年扰动后，自 2025 年 8 月以来的最高值；二是与金融交易更为相关的非银机构存款同比连续五月转负，上一次持续五个月及以上的同比收缩出现在 2022 年 5—10 月。三是 9 月政府债发行明显提速，其同比抬升规模同样是剔除过年扰动后，自 2025 年 8 月以来的最高值。

3、单位存款同比抬升过程中，其结构则呈现“定期化”的特点。9 月单位存款同比多增约 5700 亿元，其中，活期存款同比少增约 3000 亿元，定期存款同比多增约 8700 亿元。若企业部门支出意愿较强，资金可能更多以活期存款形式留存，以满足后续支付需求。如果是定期存款的大幅抬升，这可能意味着企业的支出意愿并不算强。事实上，9 月居民部门也呈现定期强于活期的态势。

4、9 月金融数据为何呈现上述特点？我们推断，9 月金融数据可能体现为“财政发债吸收非银资金、财政支出补充实体存款、资金被动沉淀定期化”的传导链条。在政府债加速发行、但银行体系购买政府债力度相对有限的情况下，非银部门承接政府债导致非银存款转化为财政存款，再随财政支出转化为企业和居民存款。但由于实体部门的生产、投资和消费支出意愿不强，且金融资产夏普比率回落也压制了实体部门的金融投资意愿，因此流向企业和居民的资金未能进一步活化或回流非银体系，而是在缺乏支出和投资意愿时的被动沉淀为定期存款。

5、展望四季度，政府债供给仍将增加，财政支出落地与银行购债力度是后续观察的两个重点。对于利润预期而言，重点在于发债资金能否在年内转化为实际财政支出，并进一步带动企业和居民支出意愿改善。对估值预期而言，则需关注银行体系购债规模能否持续扩大。若四季度银行体系承接政府债的力度仍然偏弱，政府债集中发行或将继续消耗非银机构存款。

❖ **风险提示：**

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】14 种主要出口商品量价变化中的投资线索——9 月进出口数据点评》 2026-10-15

《【华创宏观】9 月通胀数据点评：PPI 和 CPI 分化的两大因素》 2026-10-14

《【华创宏观】5500 亿结存限额：财政发力判断和经济影响》 2026-10-12

《【华创宏观】中欧磋商取得新进展——政策周观察第 100 期》 2026-10-11

《【华创宏观】外需或带动经济回升——9 月经济数据前瞻》 2026-10-09

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1 企业居民存款剪刀差与 PMI 3
图表 2 企业居民存款剪刀差与上市企业利润 3
图表 3 居民新增存款/新增 M2 与万得全 A 市净率 3
图表 4 非银存款与万得全 A 成交额 3
图表 5 9 月单位存款净增长规模较高 4
图表 6 单位存款增长主要体现在定期存款 4
图表 7 居民部门的定期存款和活期存款 4
图表 8 非银机构的资金来源 5
图表 9 非银机构存款当月同比连续负增长较为罕见 5
图表 10 政府债当月发行规模 5
图表 11 银行体系当月增持政府债/政府债当月净发行 5
图表 12 银行和非银机构买政府债的差异 6
图表 13 定期存款越多，未来价格弹性越弱 7
图表 14 夏普比率与实体部门购买金融资产 7
图表 15 企业中长期贷款 8
图表 16 居民中长期贷款 8
图表 17 社融存量同比 8
图表 18 各个科目对社融的拉动 8
图表 19 政府债 9
图表 20 企业债 9
图表 21 社融分项同比增长 9
图表 22 旧口径 M1 同比 10
图表 23 企业居民存款剪刀差与上市企业利润 10
图表 24 居民新增存款/新增 M2 与万得全 A 市净率 10
图表 25 非银存款与万得全 A 成交额 10
图表 26 非银机构的资金来源 11
图表 27 非银机构的资金去向 11

下载日志已记录，仅供内部参考

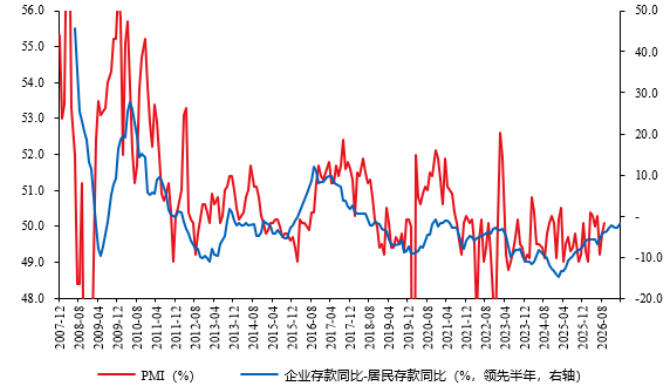
我们前期 7 月金融数据点评《预期开始波动》和 8 月金融数据点评《预期仍波动，“务实”更重要》提示市场预期可能开始波动。彼时我们两个重要论据分别通过利润和估值这两个视角来观察。

从利润的领先指标来看，7 月 8 月我们关注的企业居民存款剪刀差连续两个月震荡偏弱；

从估值的评估指标来看，7 月 8 月我们关注的新增居民存款/新增 M2 连续两个月走弱，非银机构存款（特指——其他存款性公司：对其他金融性公司负债，下同）连续四个月同比转负。

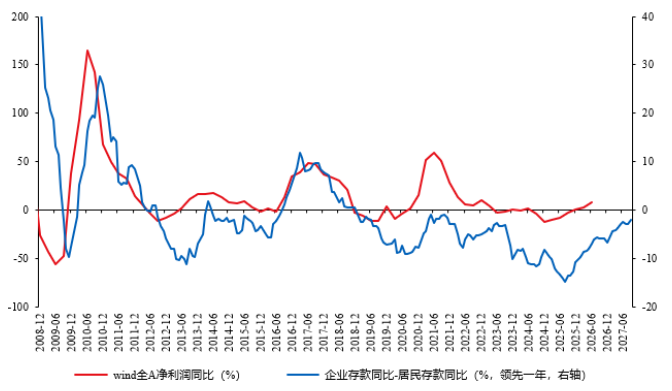
9 月，我们进一步观察企业，居民，非银机构之间的货币变化。

图表 1 企业居民存款剪刀差与 PMI



资料来源：wind，华创证券

图表 2 企业居民存款剪刀差与上市企业利润



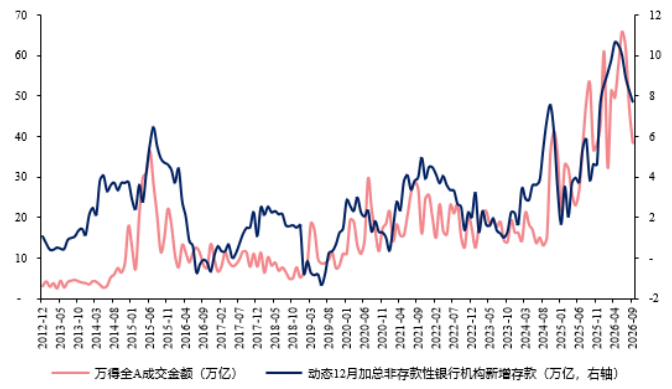
资料来源：wind，华创证券

图表 3 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 4 非银存款与万得全 A 成交额



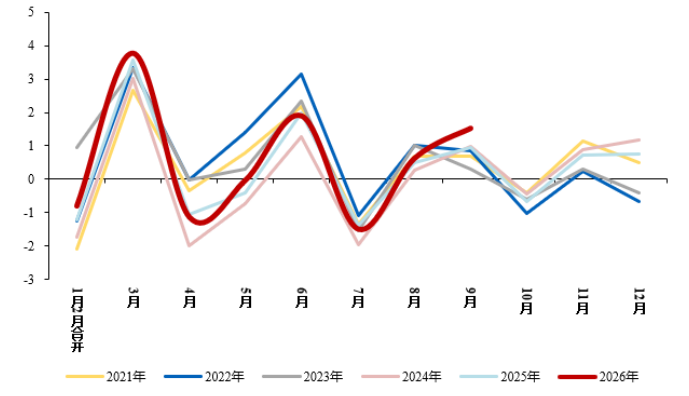
资料来源：wind，华创证券。注：非存款性银行机构包含：银行业非存款类金融机构（信托公司，金融资产管理公司，金融租赁公司，汽车金融公司，贷款公司，货币经纪公司），证券业金融机构，保险业金融机构，交易及结算类金融机构，金融控股公司，其他（小额贷款公司）等。这一数据来自其他存款性公司对其他金融性公司负债。

下载日志已记录，仅供内部参考

一、9 月金融数据的三个关注

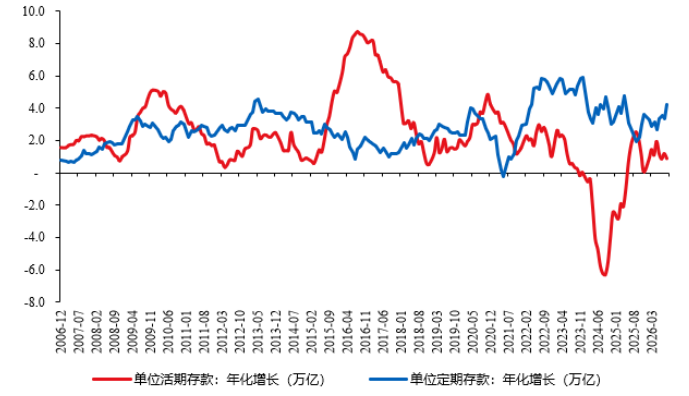
首先，9 月企业部门的存款增长规模较为超预期。企业部门的存款通常与实体经济的生产经营行为较为相关。9 月单位存款（是指企业、事业、机关、部队和社会团体等单位）净增长规模 1.5 万亿，明显高于 2025 年和 2024 年同期的 9434 亿元和 9870 亿元。其同比抬升规模，是剔除过年扰动后，自 2025 年 8 月以来的最高值。**进一步拆分来看，单位存款的增长主要体现为定期存款，而非活期存款。**我们观测发现，9 月单位存款同比多增约 5700 亿元，其中，活期存款同比少增约 3000 亿元，定期存款同比多增约 8700 亿元。事实上，9 月居民部门也呈现定期强于活期的态势。

图表 5　9 月单位存款净增长规模较高



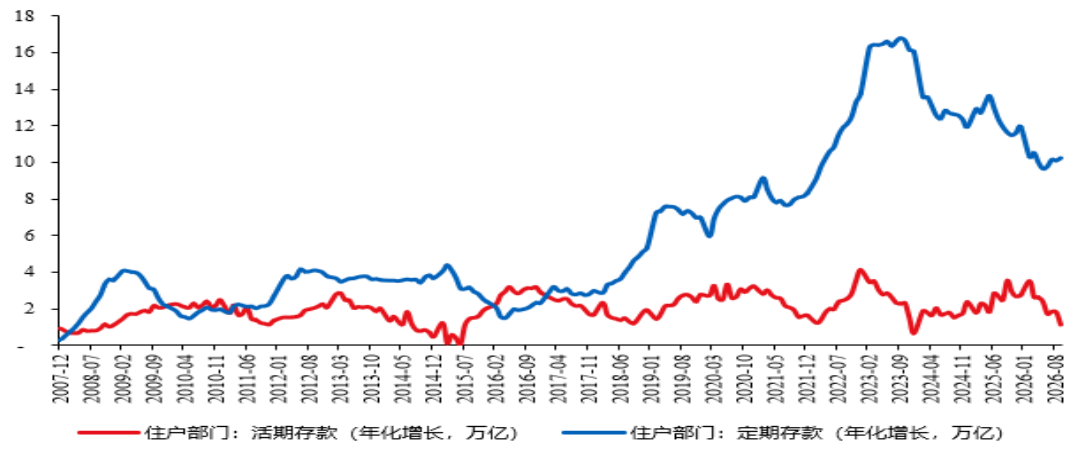
资料来源：wind，华创证券

图表 6　单位存款增长主要体现在定期存款



资料来源：wind，华创证券

图表 7　居民部门的定期存款和活期存款

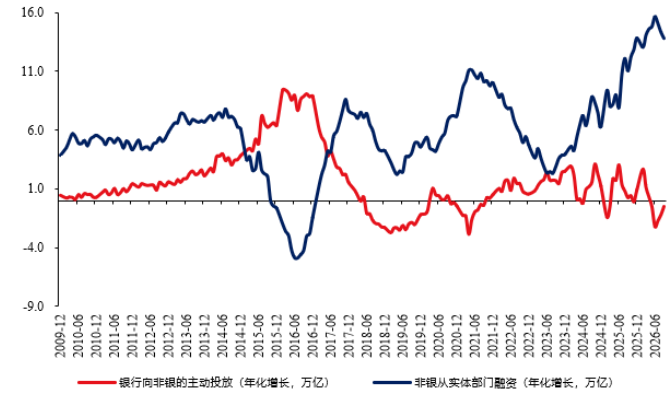


资料来源：wind，华创证券

其次，9 月非银机构存款延续收缩。非银机构的存款通常与金融交易更为相关。结合其他存款性公司资产负债表来看，9 月非银机构存款同比已经连续五个月负增长。上一次持续五个月及以上的同比收缩出现在 2022 年 5—10 月。**进一步观察发现，**9 月非银机构从实体部门的融资规模持续回落，结合前期报告《预期仍波动，“务实”更重要》，这可能与 9 月以来股票夏普比率的持续回落相关。

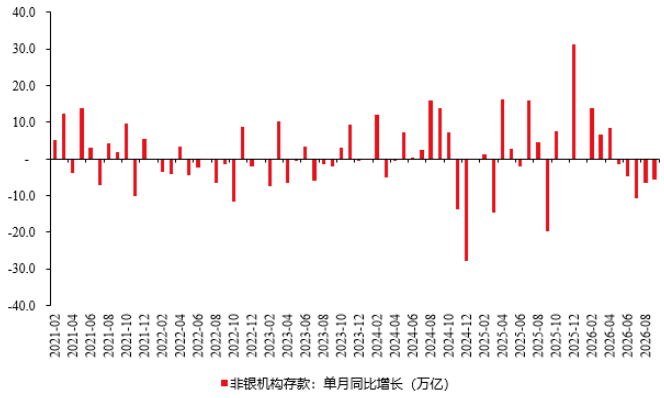
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 8 非银机构的资金来源



资料来源：wind，华创证券

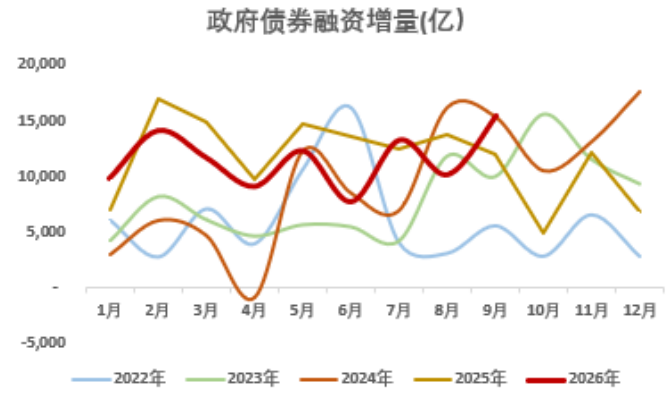
图表 9 非银机构存款当月同比连续负增长较为罕见



资料来源：wind，华创证券

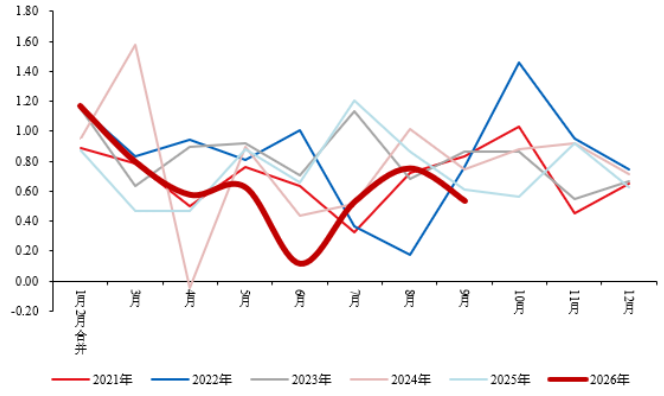
第三，9 月政府债发行明显提速，但银行体系的配合度仍需观察。9 月政府债净增长规模同比多增约 3400 亿，这一规模与单位存款类似，同样是剔除过年扰动后，自 2025 年 8 月以来的最高值。**但 9 月的问题在于，政府债大量发行期间，银行体系（央行和商业银行）购买政府债的比例则相对偏低。**9 月银行体系购买的政府债占政府债发行规模，是 2017 年以来，仅次于 2020 年的次低值。

图表 10 政府债当月发行规模



资料来源：wind，华创证券

图表 11 银行体系当月增持政府债/政府债当月净发行



资料来源：wind，华创证券

二、上述三个关注指标的推断

9 月金融数据为何呈现上述三个特点？我们推断，其背后可能是政府债加速发行、财政资金投放与实体部门资金配置共同作用的结果。

首先，政府债发行提速，而银行体系承接力度相对有限，可能是非银机构存款回落的重要原因。政府债的购买主体可进一步划分为银行部门和非银部门。银行部门通过准备金购债，并可在后续财政支出过程中形成存款派生，进而带来准备金的回流银行体系；而非银机构购债则需要动用其在银行体系的非银存款来买债。**这意味着，在政府债供给增加的背景下，若银行体系购债规模相对偏小，更多债券便需要由非银部门承接，进而对非银机构存款形成消耗。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 12 银行和非银机构买政府债的差异

银行买债：取决于准备金多寡

商业银行资产负债表（法准率10%）

资产		负债	
对政府部门债权	100	居民存款	100
法定准备金	10	非银存款	50
超额准备金	90	总负债	150
总资产	200	自有权益	50

非银买债：取决于非银存款多寡

商业银行资产负债表（法准率10%）

资产		负债	
对政府部门债权	100	居民存款	100
法定准备金	10	非银存款	50
超额准备金	90	总负债	150
总资产	200	自有权益	50

银行买政府债10元（STEP 1）——表不变

商业银行资产负债表（法准率10%）

资产		负债	
对政府部门债权	110	居民存款	100
法定准备金	10	非银存款	50
超额准备金	80	总负债	150
总资产	200	自有权益	50

非银买政府债10元（STEP 1）——缩表

商业银行资产负债表（法准率10%）

资产		负债	
对政府部门债权	100	居民存款	100
法定准备金	10	非银存款	40
超额准备金	80	总负债	140
总资产	190	自有权益	50

财政支出10元（STEP 2）——扩表

商业银行资产负债表（法准率10%）

资产		负债	
对政府部门债权	110	居民存款	110
法定准备金	10	非银存款	50
超额准备金	90	总负债	160
总资产	210	自有权益	50

财政支出10元（STEP 2）——表回归

商业银行资产负债表（法准率10%）

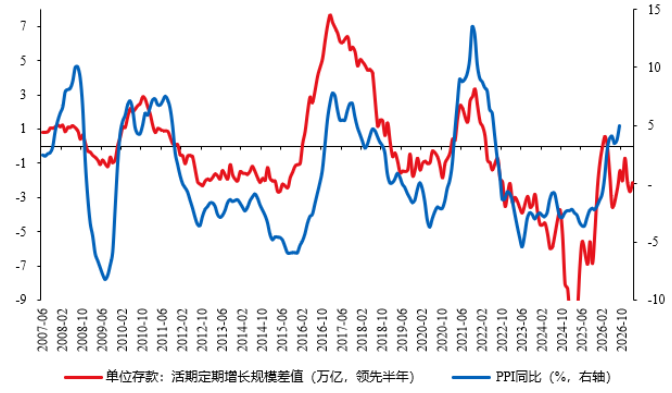
资产		负债	
对政府部门债权	100	居民存款	110
法定准备金	10	非银存款	40
超额准备金	90	总负债	150
总资产	200	自有权益	50

资料来源：wind，华创证券

其次，财政支出将资金重新投向实体部门，但资金的后续去向取决于企业和居民的支出与投资意愿。政府债发行后转化为财政存款，随着财政支出逐步流向企业和居民。若企业居民部门的实体支出（固定资产投资、消费、生产支出等）意愿较强，资金可能更多以活期存款形式留存，以满足后续支付需求；若金融投资意愿较强，资金则流向非银机构，体现为非银存款增加，非银机构从实体部门获得的融资改善。反之，若实体支出与金融投资意愿均偏弱，资金便更可能沉淀为定期存款。**从这一角度看，定期存款增长可能是实体部门缺乏支出和投资意愿时的被动选择。**

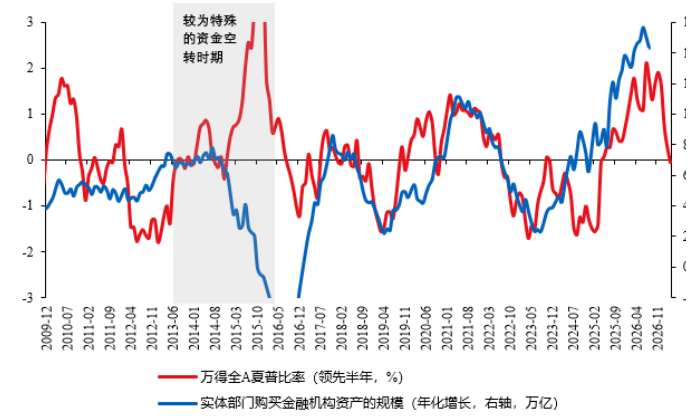
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 13 定期存款越多，未来价格弹性越弱



资料来源：wind，华创证券

图表 14 夏普比率与实体部门购买金融资产



资料来源：wind，华创证券

综上， 9 月金融数据可能体现为“财政发债吸收非银资金、财政支出补充实体存款、资金被动沉淀定期化”的传导链条。在政府债加速发行、但银行体系购买政府债力度相对有限的情况下，非银部门通过购债先将非银存款转化为财政存款，再随财政支出转化为企业和居民存款。但由于实体部门的生产、投资和消费支出意愿不强，而金融资产夏普比率回落的背景下其金融投资意愿也相对偏弱，因此这部分资金未能进一步活化或回流非银体系，而是在缺乏支出和投资意愿时的被动沉淀为定期存款。

展望四季度，政府债供给仍将增加，财政支出落地与银行购债力度是后续观察的两个重点。预计四季度政府债发行规模约为 3.63 万亿元，较 2025 年同期多增 1.26 万亿元。对实体经济而言，重点在于发债资金能否在年内转化为实际财政支出，并进一步带动企业和居民支出意愿改善，相关分析可参照前期报告《5500 亿结存限额：财政发力判断和经济影响》。对资本市场而言，则需关注银行体系购债规模能否持续扩大。若四季度银行体系承接政府债的力度仍然偏弱，政府债集中发行或将继续消耗非银机构存款。

三、9 月金融数据：M2 同比持续回落

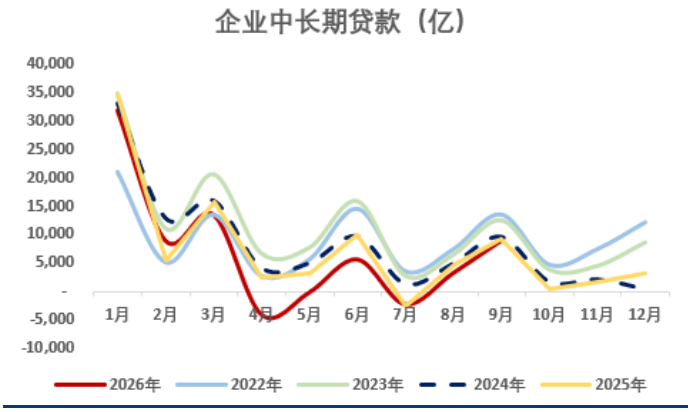
9 月，人民币贷款增加约 1.08 万亿元，同比少增约 2100 亿元；月末人民币贷款余额同比增长 4.8%，较上月回落 0.1 个百分点。

分部门看，居民贷款单月基本持平，同比少增约 3900 亿元；其中，短期贷款减少约 900 亿元，同比由增转减，中长期贷款增加约 874 亿元，同比少增约 1600 亿元。企（事）业单位贷款增加约 1.29 万亿元，同比多增约 700 亿元；其中，短期贷款增加约 4600 亿元，同比少增约 2500 亿元，中长期贷款增加约 8900 亿元，同比少增约 200 亿元，票据融资减少约 500 亿元，同比少减约 3500 亿元。

人在草木间

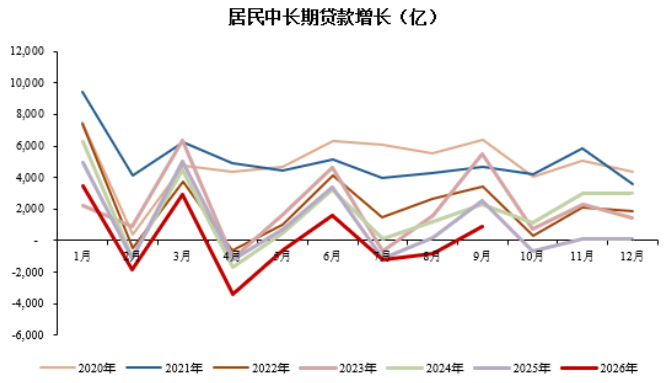
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 15 企业中长期贷款



资料来源：wind，华创证券

图表 16 居民中长期贷款

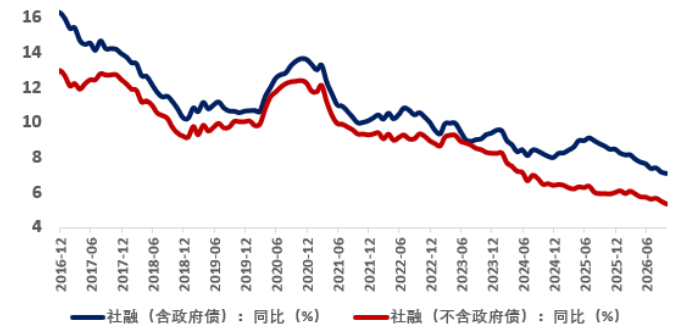


资料来源：wind，华创证券

9 月社会融资规模增量约 3.55 万亿元，同比多增约 200 亿元；月末社会融资规模存量同比增长 7.1%，较上月回落 0.1 个百分点。

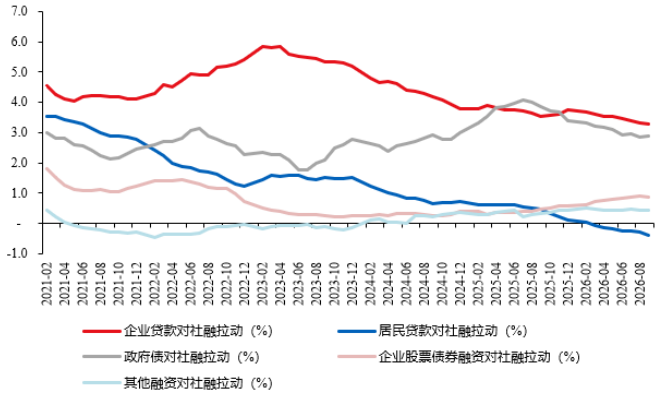
分项来看，对实体经济发放的人民币贷款增加约 1.27 万亿元，同比少增约 3400 亿元；委托贷款增加约 804 亿元，同比多增约 520 亿元；信托贷款减少约 478 亿元，同比由增转减；未贴现银行承兑汇票增加约 2152 亿元，同比少增约 1080 亿元；企业债券净融资减少约 400 亿元，同比由增转减；政府债券净融资约 1.53 万亿元，同比多增约 3400 亿元；非金融企业境内股票融资约 659 亿元，同比多增约 160 亿元。

图表 17 社融存量同比



资料来源：wind，华创证券

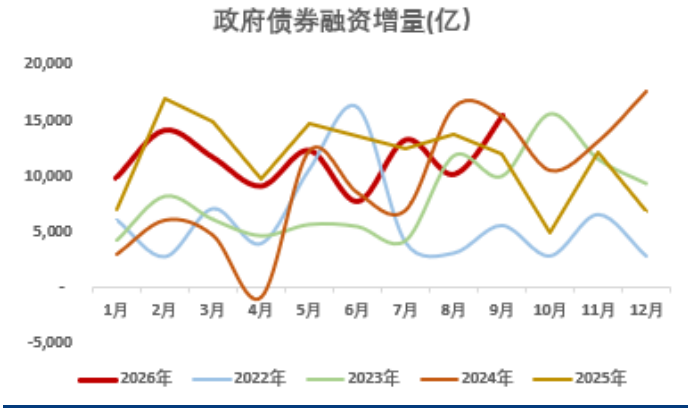
图表 18 各个科目对社融的拉动



资料来源：wind，华创证券

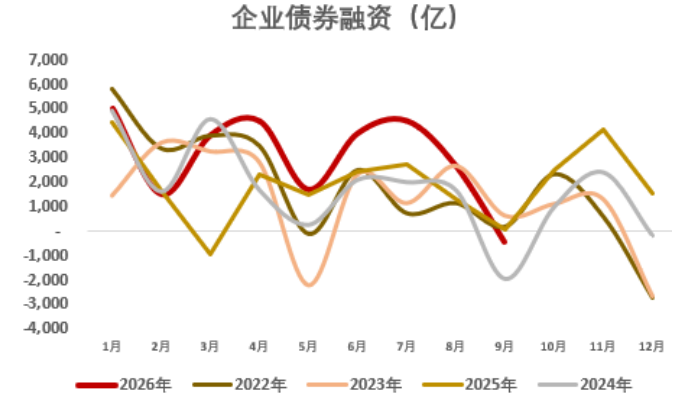
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 19 政府债



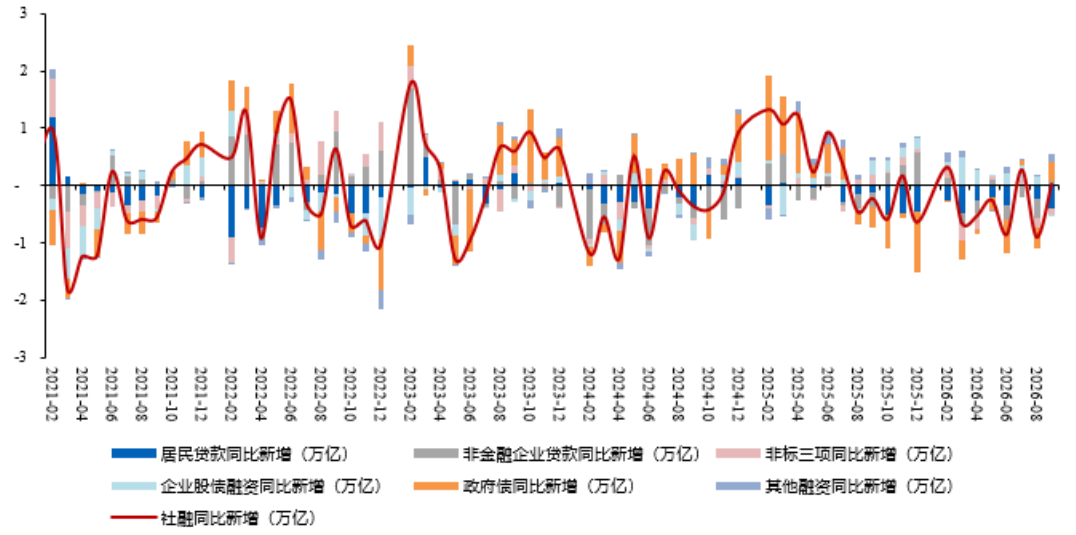
资料来源：wind，华创证券

图表 20 企业债



资料来源：wind，华创证券

图表 21 社融分项同比增长



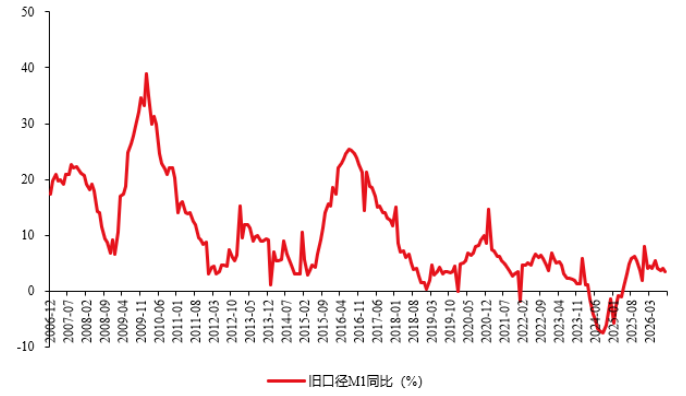
资料来源：wind，华创证券

9 月末，M2 同比增长 7.2%，较上月回落 0.3 个百分点；新口径 M1 同比增长 3.2%，较上月回落 0.9 个百分点。

存款方面，住户存款增加约 2.4 万亿元，同比少增约 5600 亿元；非金融企业存款增加约 1.31 万亿元，同比多增约 3900 亿元；财政性存款减少约 4300 亿元，同比少减约 4100 亿元；非银行业金融机构存款减少约 1.91 万亿元，同比多减约 8500 亿元。

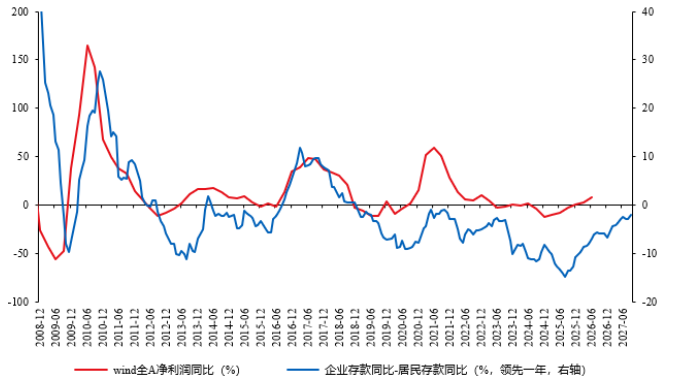
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 22 旧口径 M1 同比



资料来源：wind，华创证券

图表 23 企业居民存款剪刀差与上市企业利润



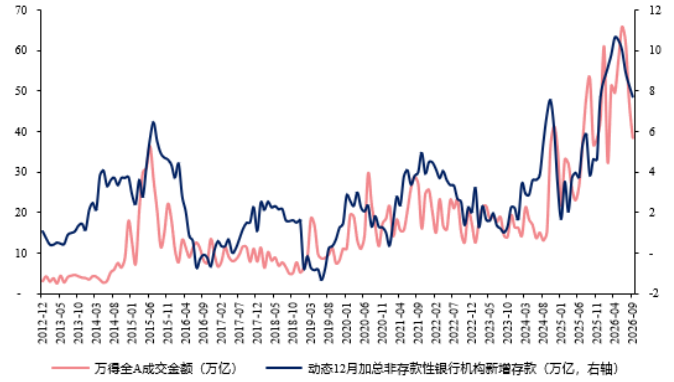
资料来源：wind，华创证券

图表 24 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

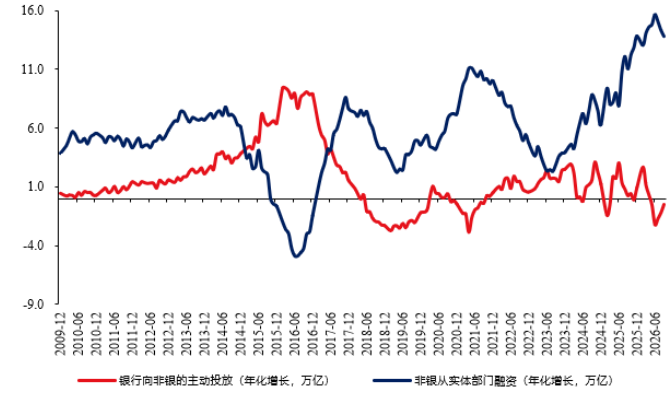
图表 25 非银存款与万得全 A 成交额



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。

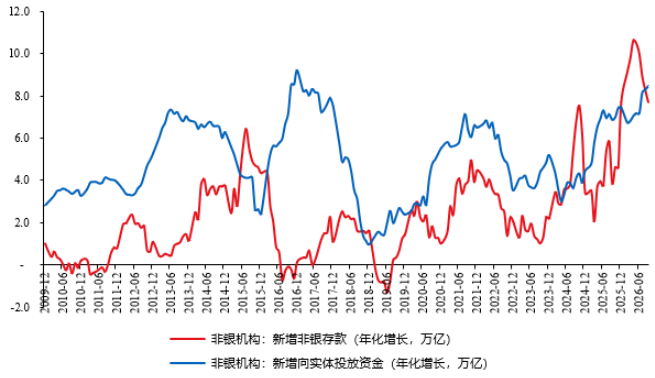
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 26 非银机构的资金来源



资料来源：wind，华创证券

图表 27 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
	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		zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@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
	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

	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