华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

宏观快评 2026 年 10 月 20 日

【宏观快评】

货币政策的“不可能三角”

——2026 年 10 月 19 日潘行长金融街演讲学习思考

事　项

2026 年 10 月 19 日，潘行长在金融街论坛年会上发表主题演讲，公布了多项后续政策安排。我们对其中几项政策的理解如下。

❖ **择机把央行公开市场主要操作品种的期限切换为隔夜。**

1、本质上，可以理解为通过缩短商业银行从央行的融资久期，进而来降低其融资成本。能否理解为“类降息”需要观察能否传导至其他期限和品种的利率，进而带来广谱利率中枢的下移。

2、主要操作品种的久期缩短意味着商业银行后续对银行间流动性的调控将更加精细。

3、后续，重点观察两点，一是潘行长所表述的“择机”所对应的具体实施时点，二是隔夜逆回购利率央行尚未官宣公布，关注后续如何设定

❖ **退出存贷款基准利率，推动贷款利率定价基准改革。**

1、对于融资端，随着当下股债融资占社融比重越来越高，融资多元化之下，贷款利率基准的多元化也是与之相适配的改革，这一点前期央行专栏《贷款利率定价基准的国际经验》已有论述。

2、对于存款端，当下存款端通过引导利率自律机制成员参照市场利率变化合理调整存款利率水平，存款基准利率已基本不发生作用，退出影响不大。

❖ **设立应对非银机构大额赎回的流动性支持工具。**

1、该工具重点针对债券市场的流动性风险，并不针对权益市场。

2、政策表述由“继续研究”转向“设立”，意味着工具正进一步向落地推进。

3、使用情景上，这意味着这一工具更类似于利率大幅波动等极端情景下的防风险工具，较小的利率波动不会带来这一工具的落地。

❖ **对于当下货币政策的理解——货币政策的“不可能三角”。**

在实体信用融资偏弱的背景下，央行的货币政策客观上面临不可能三角，即央行不可能同时做到维持政策利率稳定，加大流动投放，维持向上的收益率曲线。

1、保持向上的收益率曲线有助于金融机构风险的防范和宏观合理通胀预期的构建。

2、政策利率下调自然有助于降低融资成本，但也需要关注存款收益下降对居民预期的影响。当前存款利率已逐步接近 CPI 同比涨幅，若存款利率继续下降，居民持有存款的实际回报将进一步降低。对于以存款作为主要金融资产的绝大多数居民而言，存款利率的调降可能影响其存量金融资产的回报。

3、金融资产波动之下，需要央行加大流动性投放对冲居民搬家行为的趋弱。

4、如果保持政策利率稳定并加大流动性投放，在企业和居民贷款需求偏弱的情况下，银行获得的新增资金可能更多用于债券配置，收益率曲线可能进一步趋平。

5、如果保持政策利率稳定，并着力维持向上倾斜的收益率曲线，那么为了控制长债收益率的下行，流动性投放力度可能受到约束。

6、如果加大流动性投放，同时维持向上倾斜的收益率曲线，那么后续下调政策利率或是政策的必然选择。

❖ **金融街会议政策可以通过以下路径边际缓解货币政策不可能三角的部分约束**

1、主要操作品种的切换，有望通过缩久期的方式降低商业银行融资成本；

2、短端利率适度下行，可为央行的流动性投放拓展一定空间。

3、贷款利率定价基准改革，有望通过优化定价机制降低企业融资成本。

4、非银流动性支持工具，有助于缓释极端情景下的系统性风险。

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】各地现房新规中的 5 点观察》 2026-10-19

《【华创宏观】“反内卷”再获高层定调——政策周观察第 101 期》 2026-10-18

《【华创宏观】美国 9 月 CPI 数据点评：通胀宽度基本平稳》 2026-10-16

《【华创宏观】非银机构存款持续回落——2026 年 9 月金融数据观察思考》 2026-10-16

《【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

仅供内部参考，请勿外传

❖ **对于资本市场的影响**

1、对于权益资产而言，与 2024 年 924 政策不同的是，彼时人民银行会同证监会创设两项支持权益市场的资本市场工具，而本次会议的工具则重点针对债券市场的流动性风险。当下权益市场的困境在于资产波动率放大的过程压制了股票资产的夏普比率，而股票夏普比率的回落进一步影响了居民存款搬家的意愿。因此，波动率尚未企稳期间，股票市场的流动性客观面临压力。

2、对于债券市场而言，公开市场主要操作品种的期限切换客观有助于商业银行融资成本的降低，但近期债券市场收益率已从 9 月 30 日的 1.68%回落至 10 月 19 日的 1.65%。考虑到当下切换的时点尚不清晰，官宣的利率也不清晰，能否形成“类降息”的效果也不清晰的背景下，银行间流动性的能否持续宽松，对债券市场的影响则更为重要。

❖ **风险提示：**

货币政策超预期

仅供内部参考，请勿外传

目 录

一、学习思考：对金融街会议政策调控的一些思考 4
（一）优化短端利率调控机制 4
（二）退出存贷款基准利率，推动贷款利率定价基准改革 4
（三）设立应对非银机构大额赎回的流动性支持工具 5
（四）扩大常备借贷便利（SLF）的适用机构范围 6
二、政策理解：当下货币政策的“不可能三角” 6
（一）政策利率不变 VS 加大流动投放 VS 维持向上的收益率曲线 6
（二）不可能三角之下，我们对于当下的理解 6
（三）不可能三角之下，货币政策艰难的平衡 8

仅供内部参考，请勿外传

一、学习思考：对金融街会议政策调控的一些思考

2026 年 10 月 19 日，潘行长在金融街论坛年会上发表主题演讲，公布了多项后续政策安排。我们对其中几项政策的理解如下。

（一）优化短端利率调控机制

会议表述：从现在的情况看，银行间隔夜回购利率实际上已成为央行货币政策调控的目标利率；但与此同时，央行公开市场操作主要品种和主要政策利率的期限还是 7 天，两者并不完全一致。**为了进一步提高利率调控的精准性，我们将研究择机把央行公开市场主要操作品种的期限切换为隔夜，公开市场隔夜回购利率将相应成为主要政策利率。**

首先，从操作模式上，隔夜逆回购和七天逆回购没有差异。隔夜逆回购操作采用固定利率、数量招标。固定利率意味着央行事先决定了本次交易的利率，数量招标意味着由一级交易商来投标想要的资金数量，而央行公布这一操作上限。这一模式与 7 天逆回购操作是一致的。

其次，从对商业银行的影响上，主要操作品种的调整意味着商业银行通过缩短久期来降低从央行的边际融资成本，但能否产生“类降息”效果，仍取决于利率定价及其传导。融资成本的边际降低后续需要观察能否传导至其他期限和品种的利率，如果能带来广谱利率中枢的下移，那这一期限切换则有“类降息”的功效，但如果并未带来广谱利率中枢的下移，那么这一政策就无法起到“类降息”的效果。此外，主要操作品种的久期缩短意味着商业银行后续对银行间流动性的调控有望更加精细，提高政策利率信号的传递效率。

第三，政策落地时点与隔夜操作利率的初始定价，仍有待进一步明确。一是潘行长所表述的“择机”所对应的具体实施时点；二是隔夜逆回购利率央行尚未官宣公布，后续如何设定。

（二）退出存贷款基准利率，推动贷款利率定价基准改革

对于贷款利率定价基准改革的会议表述：“过去几十年来，贷款基准利率、贷款市场报价利率等在我国不同时期较好发挥了贷款定价基准作用。**近期，一些金融机构在人民银行指导下，同客户协商一致，引入银行间隔夜回购利率等市场利率作为浮动利率贷款的定价基准，较好满足了市场多元化的贷款定价需求，也有利于提升货币政策传导效率。**未来随着多元化贷款定价基准不断完善，**一些财务能力强的企业，可与金融机构协商后自主选择银行间隔夜回购利率或贷款市场报价利率作为浮动利率贷款定价基准，贷款市场报价利率作为小企业、个人贷款的定价基准可继续发挥作用。债券、金融衍生品的定价基准也可考虑将银行间隔夜回购利率作为一个选择。**人民银行将择机发布政策指引，指导金融机构做好相关工作。同时，也将持续改革完善贷款市场报价利率报价机制，提高报价质量。”

对于退出存贷款基准利率的会议表述：“过去较长时间，央行直接规定金融机构的存贷款基准利率。随着利率市场化改革推进，存贷款基准利率逐步被市场化的定价基准替代。银行贷款利率已经有贷款市场报价利率、银行间隔夜回购利率等多个定价基准；自今年一季度开始，我们对外公布了各个期限的存款平均利率，作为银行存款定价的参考。**金融机构存贷款基准利率自 2015 年 10 月以来，长期未做调整，在存贷款定价中实际上已不再发挥作用，目前只剩下在少数司法领域作为计算利息的依据。下一步，人民银行将推动这些领域的计息依据用市场化的利率指标来替代，实现退出金融机构存贷款基准利率。**”

人在草木间

对于融资端而言，参照前期央行专栏《贷款利率定价基准的国际经验》的表述：“贷款主要有固定利率和浮动利率两种典型的定价方式。浮动利率贷款的利率一般在合同期内随行就市，根据一个公允的利率指标定期进行重新定价，并在合同中明确这个定价基准。对固定利率贷款，银行也需要一个参考基准来确定合同利率的具体数值，但该参考基准一般不在贷款合同中体现…总的看，国际上主要经济体贷款利率定价基准普遍由最初的单一基准，逐步演变成多元化的基准利率体系，以反映资金成本、信用风险变化，适配不同类型的借款主体、贷款品种及融资场景。”**结合上述专栏，随着当下融资的多元化，那么贷款利率基准的多元化也是与之相适配的改革。**

对于存款端而言，存款利率经历过几个调整，参照前期文章《刘国强：更好发挥市场利率定价自律机制作用》，文章表示：“2015 年 10 月 24 日，对商业银行不再设置存款利率浮动上限，标志着对存款利率的行政性管理已基本放开。利率自律机制加强高息揽储等非理性定价行为自律管理，协助清理整顿不规范存款创新产品，将结构性存款利率、协议存款利率纳入自律管理。2021 年 6 月，落实存款利率市场化改革举措，把存款利率自律上限确定方式由基准利率乘以一定倍数变为在基准利率上加点形成，消除杠杆效应。2022 年 4 月，建立存款利率市场化调整机制，引导利率自律机制成员参照市场利率变化合理调整存款利率水平。”上述机制下，当下存款利率本质上已经跟随政策利率调整，正如潘行长所说，存款基准利率已基本不发生作用。

（三）设立应对非银机构大额赎回的流动性支持工具

会议表述：前期，人民银行就这项工具与市场做过多次沟通。**这项工具的目的是建立债券市场稳定机制，构成人民银行宏观审慎管理的一项新工具。**工具综合权衡防范金融市场体系的系统性风险和道德风险，**在资管机构面临群体性流动性风险、债券市场出现赎回—抛售负向循环的特定情景时启用**；与央行开展操作必须满足宏观审慎要求、提供高等级抵押品，**防止金融市场定价扭曲、形成兜底幻觉，维护市场纪律。**工具适用的机构包括银行理财子公司、公募基金管理人，以及对应的银行母行、证券母公司等。我们将在公开市场业务公告中明确工具操作相关要素。

与 6 月陆家嘴会议的表述对比来看，彼时，潘行长表述为：“2024 年 9 月，人民银行会同证监会创设两项支持资本市场工具，建立了中央银行向非银机构和资本市场的流动性供给渠道，发挥了积极的作用。在此基础上，我们继续研究政策工具，**当债券等市场出现系统性压力，正常流动性渠道受阻，机构群体性面临流动性危机且可能引发系统性风险时**，通过互换方式向非银机构提供紧急流动性。机制设计将综合权衡维护金融市场稳定运行和防范金融市场道德风险。‘特定情景’意味着该机制不是对非银金融机构的常态化流动性供给；‘防范金融市场道德风险’意味着非银机构与央行操作必须满足宏观审慎要求，还要提供高等级抵押品。”

结合上述表述来看：

首先，该工具重点针对债券市场的流动性风险，并不针对权益市场。从此次披露的政策目标与触发条件看，工具旨在应对资管机构群体性赎回及其引发的债券抛售压力。权益市场的支持安排，则仍主要对应 2024 年 9 月人民银行会同证监会创设的两项资本市场工具。

其次，政策表述由“继续研究”转向“设立”，意味着工具正进一步向落地推进。6 月陆家嘴会议的表述是 “我们继续研究政策工具”。此次则明确提出“设立应对非银机构大额赎回的流动性支持工具”，并披露了适用机构、启动条件及抵押品要求。相比此前，政策安排

仅供内部参考，请勿外传

更加具体，落地进程有望加快。

第三，使用情景上，该工具的实施有望缓解市场过度担忧较大的利率波动，结合当下社融中股债融资的占比越来越高，长期利率的稳定有助于金融资产的合理定价。不过，潘行长明确提出：**“在资管机构面临群体性流动性风险、债券市场出现赎回—抛售负向循环的特定情景时启用”**。这意味着这一工具更类似于极端情景下的工具，较小的利率波动不会带来这一工具的落地。

（四）扩大常备借贷便利（SLF）的适用机构范围

会议表述：目前，常备借贷便利主要是中央银行为城商行和农村金融机构提供抵押融资的一项公开市场操作工具，期限有隔夜、7 天和 1 个月，主要满足临时流动性需求。在此基础上，我们将进一步纳入境内外资法人银行，同时明确全国性银行适用同样的操作安排，实现对境内存款类金融机构的全覆盖。境内外资法人银行纳入后，也获得了央行流动性支持渠道，有助于更好展业。

什么是常备借贷便利（SLF）？参照央行表述，常备借贷便利的主要特点：一是由金融机构主动发起，金融机构可根据自身流动性需求申请常备借贷便利；二是常备借贷便利是中央银行与金融机构“一对一”交易，针对性强。**展望未来，**随着境内外资法人银行纳入常备借贷便利的适用机构范围，这一举动有利于后续金融市场的逐步对外开放。

二、政策理解：当下货币政策的“不可能三角”

对于货币政策的理解而言，在实体信用融资偏弱的背景下，央行的货币政策客观上面临不可能三角，即央行不可能同时做到维持政策利率稳定，加大流动投放，维持向上的收益率曲线。

（一）政策利率不变 VS 加大流动投放 VS 维持向上的收益率曲线

如果保持政策利率稳定并加大流动性投放，收益率曲线可能进一步趋平。在企业和居民贷款需求偏弱的情况下，银行获得的新增资金可能更多用于债券配置，推动长债收益率下行。若短端利率仍围绕相对稳定的政策利率运行，长短端利差便可能收窄，维持合理期限利差的难度随之上升。

如果保持政策利率稳定，并着力维持向上倾斜的收益率曲线，流动性投放力度可能受到约束。在不降息的前提下，为了维持向上的收益率曲线，央行需要控制流动性投放的力度和节奏，以缓和长债配置需求及收益率下行压力。此时，资本市场的流动性压力可能进一步放大。

如果加大流动性投放，同时维持向上倾斜的收益率曲线，那么下调政策利率可能政策的必然选择，如果流动性投放持续推动长端利率下行，那么央行为了维持收益率曲线的向上，就必须采取政策利率的调降。

（二）不可能三角之下，我们对于当下的理解

不可能三角之下，上述路径各自有什么掣肘呢？

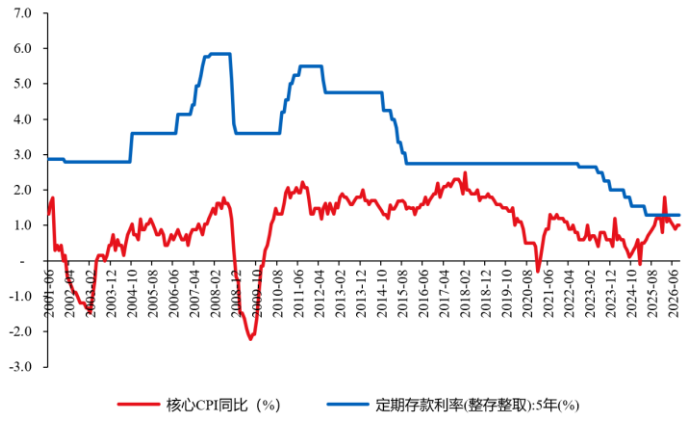
首先，保持向上的收益率曲线有助于金融机构风险的防范和宏观合理通胀预期的构建。结合潘行长金融街会议提到的 2024 年陆家嘴论坛《中国当前货币政策立场及未来货币政

仅供内部参考，请勿外传

策框架的演进》，彼时潘行长谈到：“金融市场的快速发展，也给中央银行带来新的挑战。美国硅谷银行的风险事件启示我们，**中央银行需要从宏观审慎角度观察、评估金融市场的状况，及时校正和阻断金融市场风险的累积，当前特别是要关注一些非银主体大量持有中长期债券的期限错配和利率风险，保持正常向上倾斜的收益率曲线，保持市场对投资的正向激励作用**。”

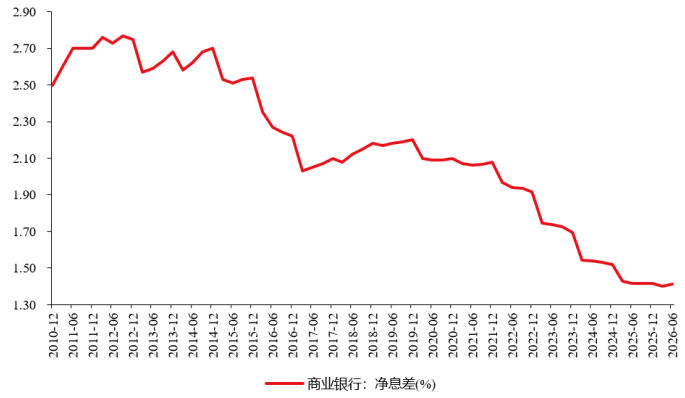
其次，政策利率下调自然有助于降低融资成本，但也需要关注存款收益下降对居民预期的影响。随着存款利率定价更多参考市场利率变化，叠加商业银行净息差仍处低位，政策利率下调往往伴随存款利率调整。当前存款利率已逐步接近 CPI 同比涨幅，若存款利率继续下降，居民持有存款的实际回报将进一步降低。对于以存款作为主要金融资产的绝大多数居民而言，存款利率的调降可能影响其存量金融资产的回报。

图表 1　定期存款利率与核心 CPI 同比



资料来源：wind，华创证券

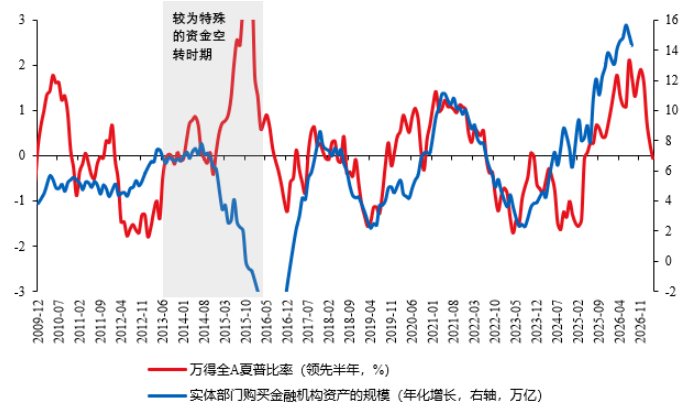
图表 2　商业银行的净息差



资料来源：wind，华创证券

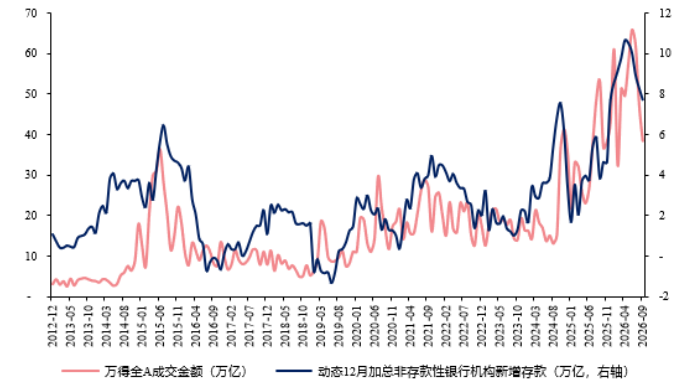
第三，金融资产波动之下，需要央行加大流动性投放对冲居民搬家行为的趋弱。当下流动性的困境在于，随着股票资产夏普比率的持续回落，前期居民存款向金融资产转移的进程可能边际放缓，部分资金也可能重新回流存款。这一过程会带来非银流动性的收缩，进而对资本市场造成冲击。此时如果央行不加大流动性投放来对冲居民存款搬家这一行为的放缓，那么后续资本市场或将面临较大的流动性压力。

图表 3　股市夏普比率和实体部门存款搬家规模



资料来源：wind，华创证券

图表 4　非银存款和 wind 全 A 成交额



资料来源：wind，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

（三）不可能三角之下，货币政策艰难的平衡

综上，在上述政策权衡下，结合潘行长公布的相关安排，我们理解，央行仍在流动性支持、居民金融资产回报与金融风险防范之间寻求平衡。一方面，需要满足财政发债和金融市场波动期间的流动性需求；另一方面，也需关注利率下行对居民存量金融资产收益的影响，并防范期限错配及市场波动可能引发的风险。具体来看，上述政策可能通过以下路径缓解部分约束：

首先，主要操作品种的期限缩短，有望边际降低银行融资成本。虽然主要操作品种的期限切换未必体现为“类降息”的效果，但通过缩短久期的方式客观上有助于商业银行融资成本的边际降低；

其次，短端利率适度下行，可为央行的流动性投放拓展一定空间。若短端利率下行能够缓解期限利差收窄的压力，央行便有望在兼顾收益率曲线正常向上倾斜的同时，适度增加流动性投放。

第三，贷款利率定价基准改革，有望通过优化定价机制降低企业融资成本。即使广谱利率中枢尚未整体下移，定价机制的调整仍可能为企业融资成本的边际改善创造条件。

最后，非银流动性支持工具，有助于缓释极端情景下的系统性风险。在群体性赎回引发债券集中抛售的特定情景下，该工具可提供流动性支持，阻断赎回与抛售相互强化的负向循环，降低非银流动性过度收缩向系统性风险演化的可能。

仅供内部参考，请勿外传

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。

仅供内部参考，请勿外传

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。

仅供内部参考，请勿外传

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

仅供内部参考，请勿外传

	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

仅供内部参考，请勿外传

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