

# 跨季叠加 6000 亿+政府债发行

## 流动性跟踪

### ►概况：税期扰动下，资金面先紧后松

3月17-21日，资金面“先紧后松”。税期资金利率明显上行，幅度略超季节性规律。与往年对比，本轮3月税期资金利率上行幅度略超季节性规律。以R007为参考基准，本次税期（3月17-19日），R007累计上行22bp，为2020年以来最大上行幅度。历史上，2020-2024年，3月税期截止日走款前后三天，2020、2024年期间资金利率分别下行25、1bp，其余三年上行幅度也相对较小，在1-7bp区间。

下周（3月25-28日）将进入跨季准备期，资金面将面临两方面考验，一是大额政府债净缴款。二是1.4万亿元逆回购资金到期。同时资金面也存在两方面利好，一是月末既定的MLF续作和财政支出，对季末资金面形成一定支撑。二是银行负债端或阶段性企稳，银行体系融出意愿或在边际增强。

跨季叠加6000亿+政府债发行，资金面或将面临双重考验。参考往年规律，跨季期间资金利率普遍显著上行，2020-2024年跨季前一天，R001上行幅度均在25bp以上，其中2023年R001单日上行幅度达159bp；3月最后一周，支持跨季的R007上行幅度普遍也在40bp以上。当然如果资金面该紧时刻未紧，则体现出央行偏呵护的态度。

### ►公开市场：3月24-28日，合计到期14000+亿

3月17-21日，央行净投放3785亿元，其中逆回购投放14117亿元，到期5262亿元，MLF到期3870亿元，国库定存2个月到期1200亿元。截至3月21日，逆回购余额14117亿元，较3月14日的5262亿元大幅抬升。3月24-28日，央行逆回购到期14117亿元。

### ►票据市场：1M票据利率回升，大行继续买票

3月第三周，1M票据利率回升，大行维持买票。截至3月21日，1M转贴现票据利率从前一周的1.48%上行至1.70%，3M上行10bp至1.56%，6M持平于1.24%。3月17-21日，大行净买入254亿，3月累计净买入576亿元（2024年3月累计净卖出3145亿元）。

### ►政府债：3月24-28日净缴款升至6213亿元

3月24-28日，政府债计划发行量为6863亿元，其中，国债3500亿元，地方债3363亿元；按缴款日计算，政府债净缴款6213亿元，高于前一周的1642亿元。

### ►同业存单：到期压力增大，发行利率大幅下行

存单到期压力增大。下周（3月24-28日）存单到期8307亿元，规模较前一周的7337亿元抬升。不过，4月首周存单到期规模将大幅回落至1050亿元。整体来看，3月同业存单共计到期近3.0万亿元，较1、2月的到期规模1.4万亿、2.2万亿显著增加。

存单加权发行利率下行，发行期限拉长。3月17-21日，同业存单加权发行利率1.98%，较前一周大幅下行7.2bp；加权发行期限6.9个月，前一周为4.6个月。

风险提示：流动性出现超预期变化；货币政策出现超预期调整。

## 评级及分析师信息

分析师：刘郁  
邮箱：liuyu9@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120524030003

分析师：肖金川  
邮箱：xiaojc@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120524030004

联系人：刘谊  
邮箱：liuyi8@hx168.com.cn

## 正文目录

1. 税期扰动下，资金面先紧后松 .....	3
2. 超储更新：2月超储率环比抬升 .....	9
3. 公开市场：3月24-28日，合计到期14000+亿 .....	9
4. 票据市场：1M票据利率回升，大行维持买票 .....	11
5. 政府债：3月24-28日净缴款升至6213亿元 .....	12
6. 同业存单：到期压力增大，发行利率大幅下行 .....	13
7. 风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1：本轮3月税期资金利率上行幅度略超季节性规律，税期结束后，流动性开始自发性修复（%） .....	3
图 2：年初以来股份行存单发行利率变化（%） .....	4
图 3：年初以来各期限SHIBOR利率变化（%） .....	4
图 4：利率周度平均值环比变化：7天利率大幅上行，存单发行利率均下行 .....	5
图 5：3月17-21日，R007和DR007利差为2-12bp（3月10-14日为1-2bp） .....	6
图 6：3月17-21日，银行间质押式回购日均成交6.0万亿元（3月10-14日为5.8万亿元） .....	6
图 7：3月17-21日，SHIBOR隔夜平均值1.78%（-1bp），7天1.82%（+5bp） .....	7
图 8：3月21日，FR007S1Y为1.73%（较3月14日小幅上行0.1bp） .....	7
图 9：3月21日，美元兑人民币中间价为7.1760（上周五为7.1705），逆周期调节因子运用增加 .....	8
图 10：截至3月21日，逆回购余额14117亿元，高于3月14日的5262亿元 .....	10
图 11：3月17-21日，1M票据利率回升至1.70%，3M上行10bp至1.56%，6M持平于1.24% .....	11
图 12：3月17-21日，大行净买入254亿，3月累计净买入576亿元（2024年3月累计净卖出3145亿元） .....	11
图 13：3月24-28日，政府债周度净缴款6213亿元（前一周为1642亿元） .....	12
图 14：3月17-21日，同业存单募集率升至95.52%（前一周为94.73%） .....	14
图 15：3月24-28日，同业存单到期8307亿元，到期压力仍维持高位 .....	15
图 16：3月17-21日，同业存单加权发行利率1.98%（较前一周下行7.2bp） .....	15
图 17：3月24-28日，同业存单加权发行期限拉伸至6.9个月（前一周为4.6个月） .....	16
图 18：分银行类型同业存单周度期限变化：所有类型银行发行期限均拉伸，国有行拉伸幅度最大 .....	16
图 19：同业存单发行分期限：6M以上期限发行占比升至39.5%（+24.6pct） .....	17
图 20：国有行周度同业存单发行分期限：6M以上期限发行占比升至42.4%（+32.4pct） .....	17
图 21：股份行周度同业存单发行分期限：6M以上期限发行占比升至44.4%（+26pct） .....	18
图 22：3月21日，1年期AAA同业存单到期收益率1.93%（较3月14日下行3bp） .....	18
图 23：3月21日，股份行1年期同业存单发行利率1.92%（较3月14日下行6bp） .....	19
图 24：存单收益率曲线全线下行 .....	19
表 1：流动性日历（3月24-28日，亿元） .....	4
表 2：3月24-28日，政府债净缴款6213亿元（单位：亿元） .....	9
表 3：3月24-28日，央行公开市场到期14117亿元 .....	10
表 4：国债、地方债发行及净融资（缴款）：3月24-28日政府债净缴款为6213亿元 .....	12
表 5：3月17-21日，同业存单发行11257亿元，净融资3920亿元 .....	13

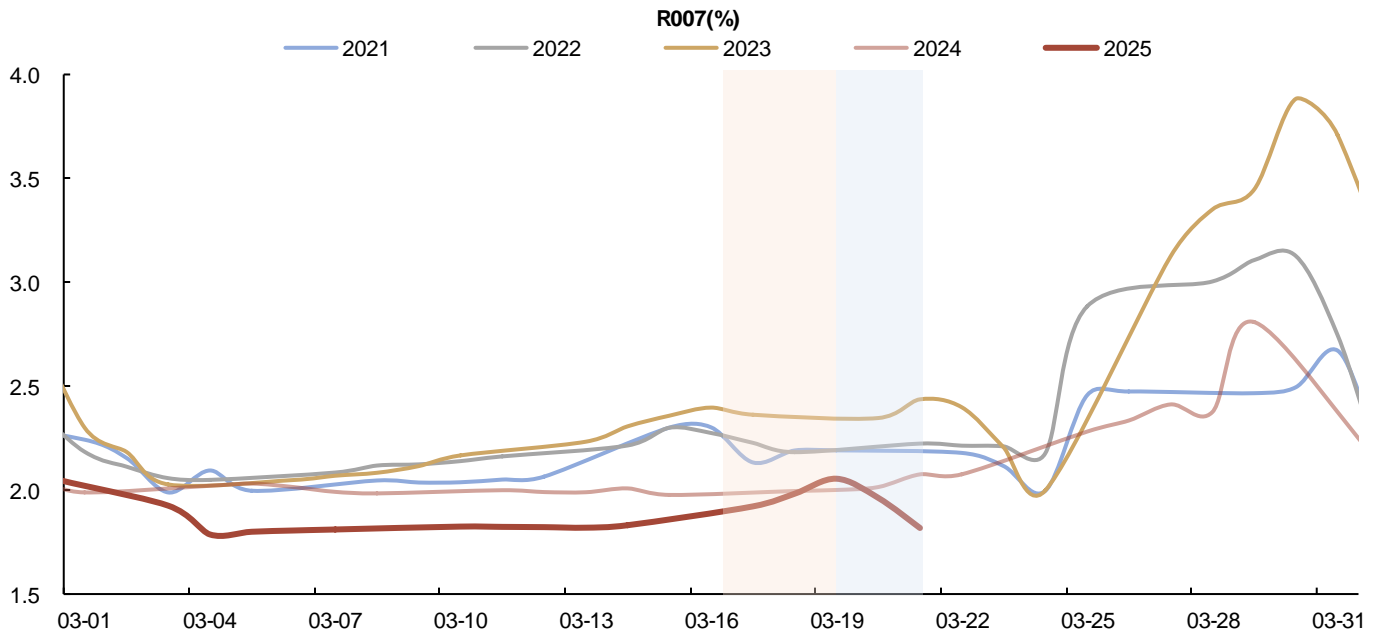
## 1. 税期扰动下，资金面先紧后松

3月17-21日，资金面“先紧后松”。税期资金利率明显上行，幅度略超季节性规律。周内来看，周一（17日）纳税申报截止，资金利率开始显著上行，周一至周三R001、R007分别上行12.9、22.4bp，分别至1.94%、2.05%，自18日起支持跨季的R014也由周一的1.97%上行至周三的2.33%。伴随资金收紧，央行也在增加逆回购投放。18日（税期走款第一日）市场迎来久违的大额净投放，单日净投放量为1156亿元，其后两天央行均维持千亿级净投放，规模分别为1205、2326亿元。

与往年对比，本轮3月税期资金利率上行幅度略超季节性规律。以R007为参考基准，本次税期（3月17-19日），R007累计上行22bp，为2020年以来最大上行幅度。结合历史来看，2020-2024年，3月税期截止日走款前后三天，2020、2024年期间资金利率分别下行25、1bp，其余三年上行幅度也相对较小，分布在1-7bp区间内。

税期结束，跨季冲击未至，流动性开始自发修复。周四周五资金利率渐进下行，R001回归1.80%以下，为1.77%，R007也回落至1.82%，二者分别较税期高点下行16.8bp、23.7bp，支持跨季的R014也降至2.16%，资金面回归均衡状态。

图1：本轮3月税期资金利率上行幅度略超季节性规律，税期结束后，流动性开始自发修复（%）



资料来源：WIND，华西证券研究所

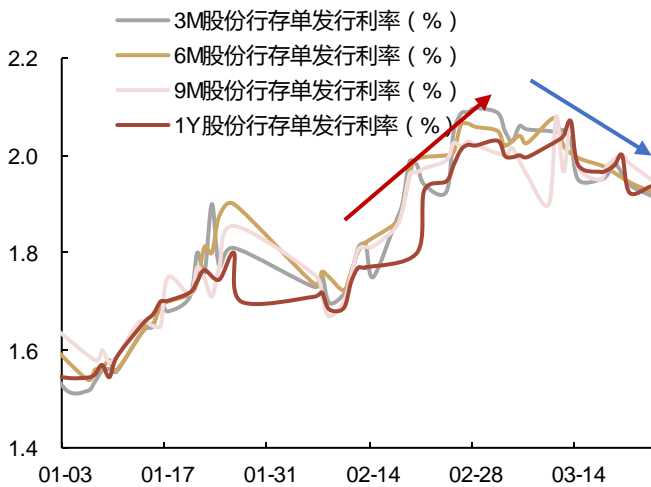
跨税期，接下来的重点在于跨季。3月25-28日将进入跨季准备期，资金面将面临两方面考验，一是大额政府债净缴款。下周政府债净缴款升至6213亿元，为今年以来单周缴款量最高点。其背后主要是地方债发行量明显提速，3月24-28日地方债计划发行量升至3196亿元，而3月前三周周平均发行规模在1500亿水平。其中，新增专项债发行量提速最为明显，单周发行量达到1327亿元，占3月以来发行量的57%。二是1.4万亿元逆回购资金到期。其中周一到期量达到4810亿，周二至周四到期量也在2500亿+。

同时资金面也存在两方面利好，一是月末既定的MLF续作和财政支出，对季末资金面形成一定支撑。二是银行负债端或阶段性企稳，银行体系融出意愿或在边际增强。我们在《新一致性预期正在形成》中提到，存单一级发行利率是银行负债压力的有效

跟踪指标。年初以来，银行持续缺负债，存单一级发行利率和 Shibor 3M 利率也在持续攀升，直至 3 月 13 日，二者均迎来阶段性拐点，或反映银行负债端逐步企稳。结合银行体系融出数据观察，税期过后，3 月 20-21 日，银行体系净融出规模快速回升至 2.4 万亿元以上，为春节后最高点。银行资金供给回升，或也为资金提供了部分稳定力量。

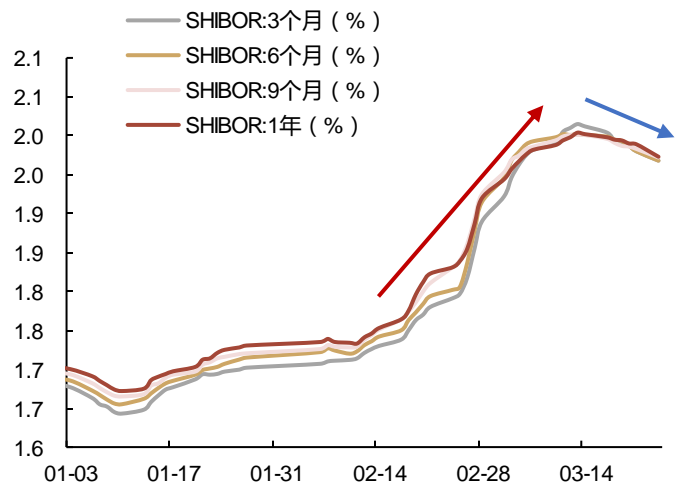
**跨季叠加 6000 亿+政府债发行，资金面或将面临双重考验。**参考往年规律，跨季期间资金利率普遍显著上行，2020-2024 年跨季前一天，R001 上行幅度均在 24bp 以上，其中 2023 年 R001 单日上行幅度达 159bp；3 月最后一周，支持跨季的 R007 上行幅度普遍也在 40bp 以上。当然如果资金面该紧时刻未紧，则体现出央行偏呵护的态度。

图 2：年初以来股份行存单发行利率变化（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 3：年初以来各期限 SHIBOR 利率变化（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

**3 月 24-28 日，资金面关注的因素：**

第一，25 日（周二）开始可以拆借 7 天资金跨季，关注资金利率波动；

第二，25 日 MLF 续作，关注续作规模；

第三，全周逆回购到期 14117 亿元，较上周大幅抬升。其中，24 日（周一）到期 4810 亿元，为全周单日到最大规模；

第四，政府债净缴款规模为 6213 亿元，较前一周的 1642 亿元显著抬升，主要是周二集中缴款 4552 亿元，对资金面的扰动加大；

第五，同业存单到期 8307 亿元，高于前一周的 7337 亿元。

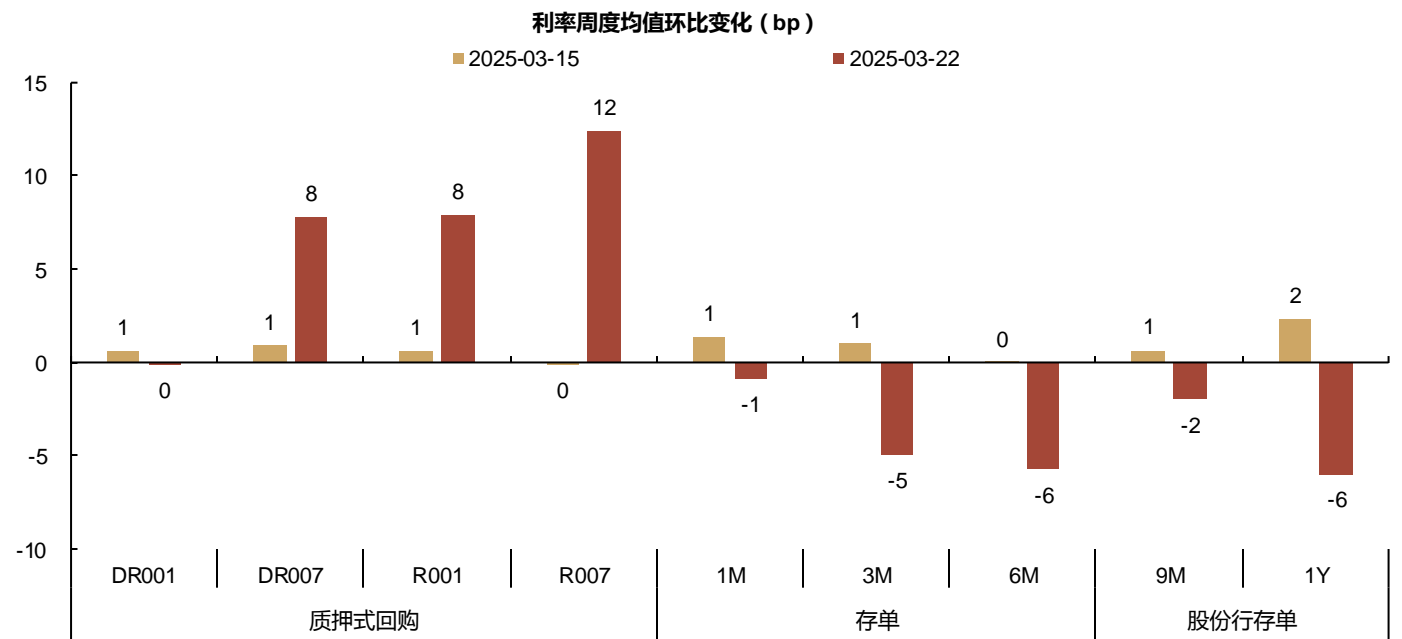
表 1：流动性日历（3 月 24-28 日，亿元）

	3 月 24 日 周一	3 月 25 日 周二	3 月 26 日 周三	3 月 27 日 周四	3 月 28 日 周五	合计
MLF 到期	0	0	0	0	0	到期 0
央行投放与到期 国库现金定存到期	0	0	0	0	0	到期 0
逆回购到期	4810	2733	2959	2685	930	到期 14117
发行 国债	3500	0	0	0	0	3500

	地方债	1052	1101	375	428	406	<b>3363</b>
	国债+地方债	4552	1101	375	428	406	<b>6863</b>
发行缴款	国债	0	3500	0	0	0	<b>3500</b>
	地方债	979	1052	1101	375	428	<b>3936</b>
	国债+地方债	979	4552	1101	375	428	<b>7436</b>
净缴款	国债	-650	3500	-405	0	0	<b>2445</b>
	地方债	858	1052	1101	329	428	<b>3769</b>
	国债+地方债	208	4552	696	329	428	<b>6213</b>
存单到期	存单	1370	2443	1790	1087	1618	<b>到期 8307</b>

数据来源：WIND，华西证券研究所

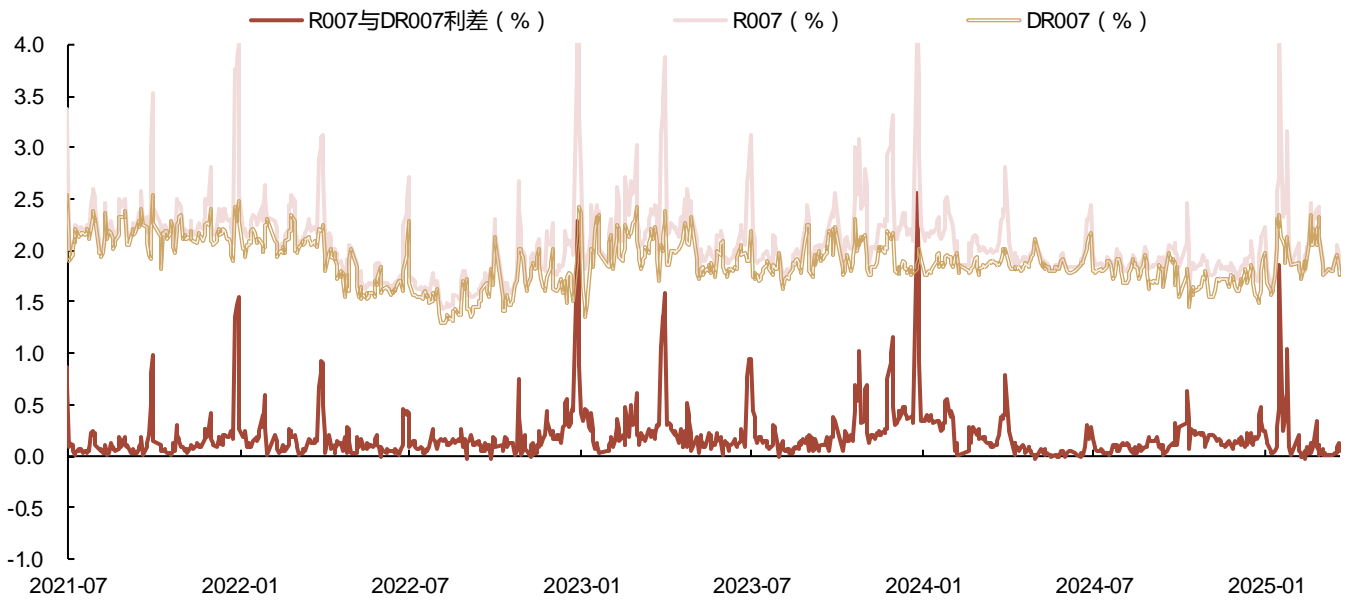
图 4：利率周度平均值环比变化：7 天利率大幅上行，存单发行利率均下行



注：本周时间为 3 月 17-21 日，前一周时间为 3 月 10-14 日。

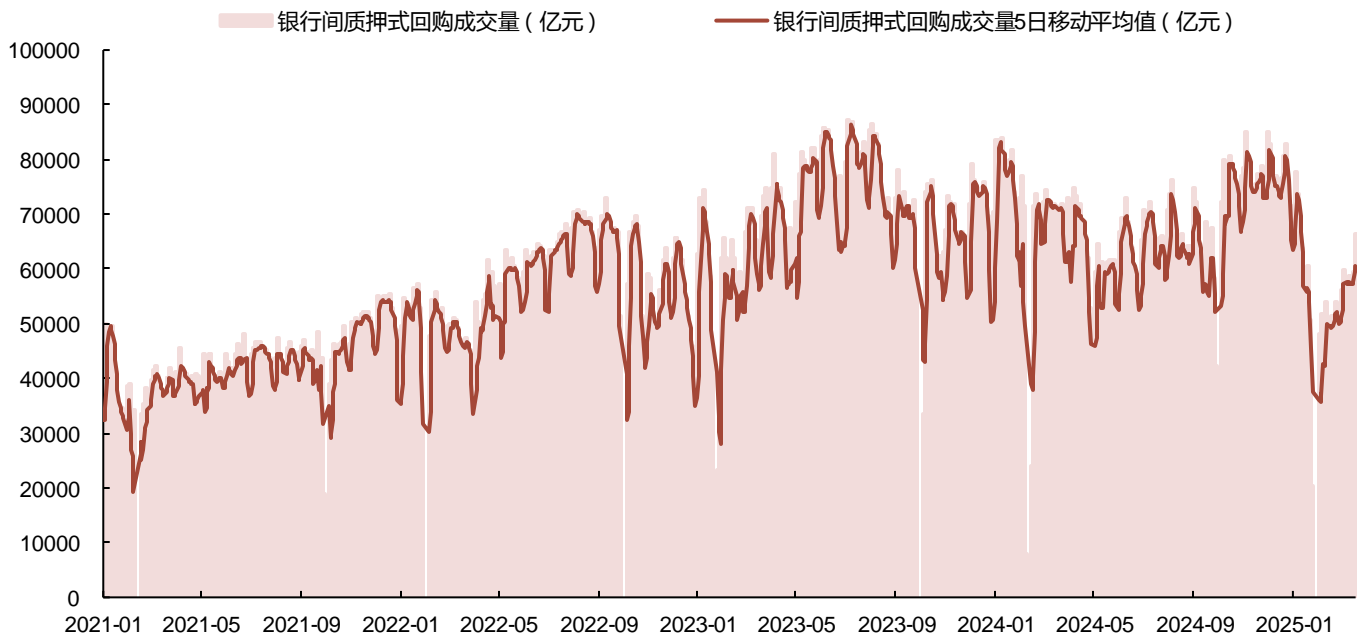
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 5：3 月 17-21 日，R007 和 DR007 利差为 2-12bp（3 月 10-14 日为 1-2bp）



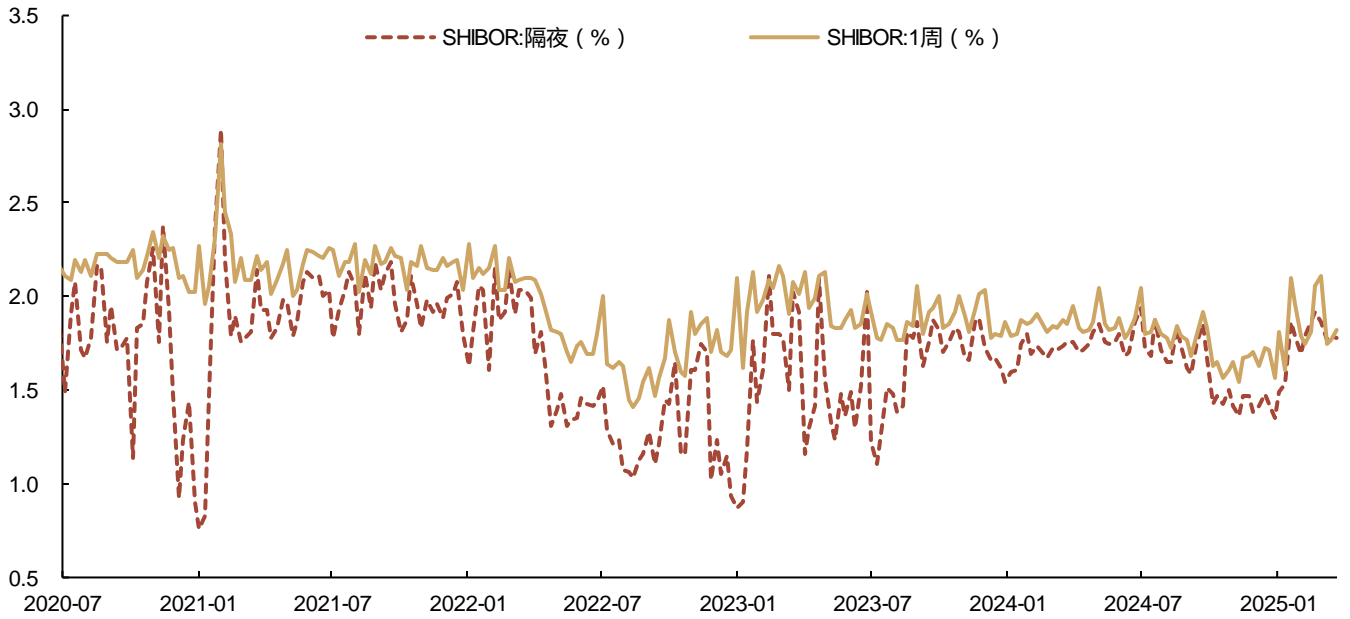
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 6：3 月 17-21 日，银行间质押式回购日均成交 6.0 万亿元（3 月 10-14 日为 5.8 万亿元）



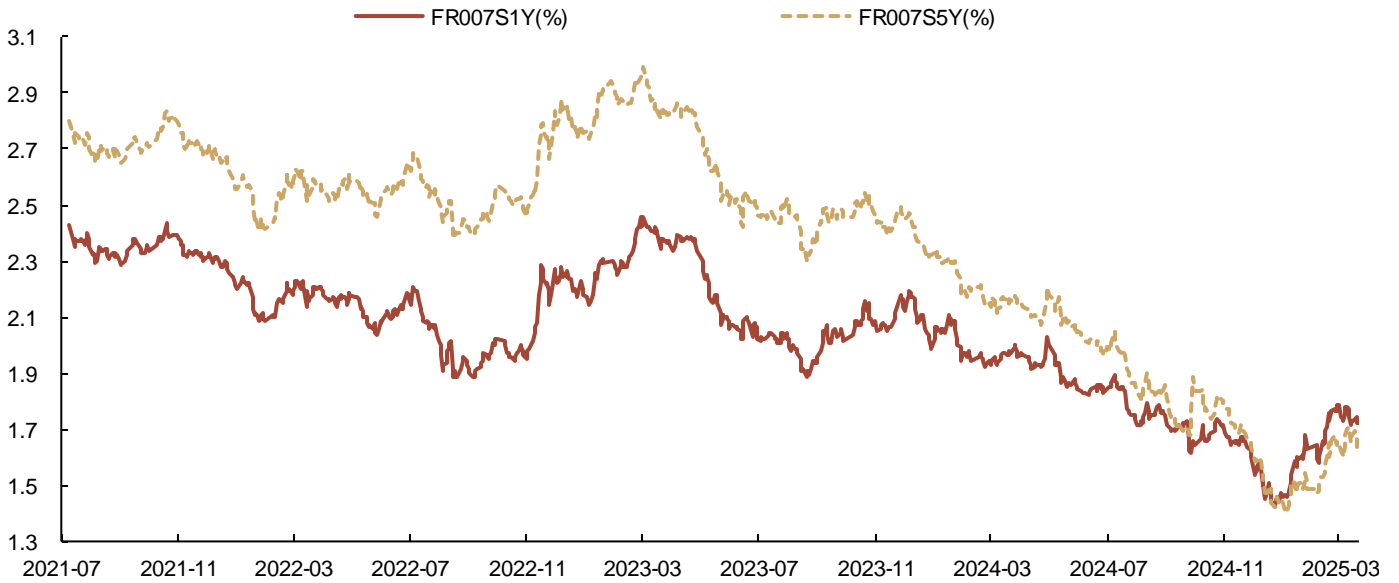
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 7：3 月 17-21 日，SHIBOR 隔夜平均值 1.78% (-1bp)，7 天 1.82% (+5bp)



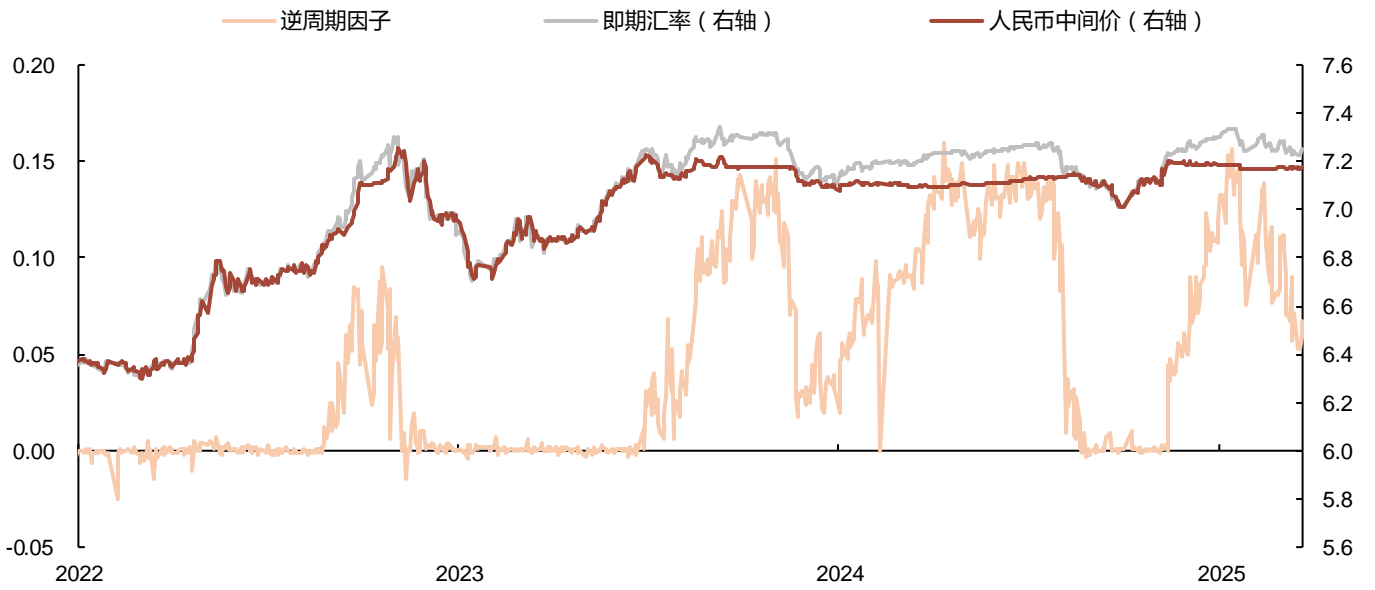
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 8：3 月 21 日，FR007S1Y 为 1.73%（较 3 月 14 日小幅上行 0.1bp）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 9：3 月 21 日，美元兑人民币中间价为 7.1760（上周五为 7.1705），逆周期调节因子运用增加



资料来源：Bloomberg，华西证券研究所

## 2.超储更新：2月超储率环比抬升

根据 2025 年 2 月金融机构资产负债表、信贷收支表数据，测算 2 月末超储率约 1.2%，较 2025 年 1 月末回升 0.3pct，不过，低于去年同期的 1.4%。得益于 2 月财政支出补充以及 M0 回流，2 月超储升至 3.2 万亿。

进入 3 月，1-21 日，公开市场累计净回笼资金 0.7 万亿元，政府债净缴款 0.8 亿元，合计导致超储下降约 1.4 万亿元。

其中，3 月 17-21 日，央行净投放 3785 亿元，其中逆回购投放 14117 亿元，到期 5262 亿元；MLF 到期 3870 亿元；国库定存到期 1200 亿元。政府债净缴款 1642 亿元。

3 月 24-28 日，央行逆回购到期 14117 亿元，政府债净缴款 6213 亿元。

表2：3月24-28日，政府债净缴款6213亿元（单位：亿元）

项目	2025年2月末	3.3-7	3.10-14	3.17-21	3.24-28
超储	32000				
库存现金	5900				
合计	37900				
净流入：逆回购		-8813	-2517	8855	-14117
净流入：MLF				-3870	
净流入：国库定存			600	-1200	
净流入：国债和地方债净缴款		-3838	-2055	-1642	-6213
合计		-12651	-3972	2143	
其他因素				税期	跨季，财政支出

注：根据央行发布数据计算，计算方法详见《如何测算超储率——债市流动性框架之一》，净流入的定义是针对超储，净流入为正对应超储增加，净流入为负对应超储减少。

数据来源：WIND，华西证券研究所

## 3.公开市场：3月24-28日，合计到期14000+亿

3 月 17-21 日，央行净投放 3785 亿元，其中逆回购投放 14117 亿元，到期 5262 亿元，MLF 到期 3870 亿元，国库定存 2 个月到期 1200 亿元。截至 3 月 21 日，逆回购余额 14117 亿元，较 3 月 14 日的 5262 亿元大幅抬升。

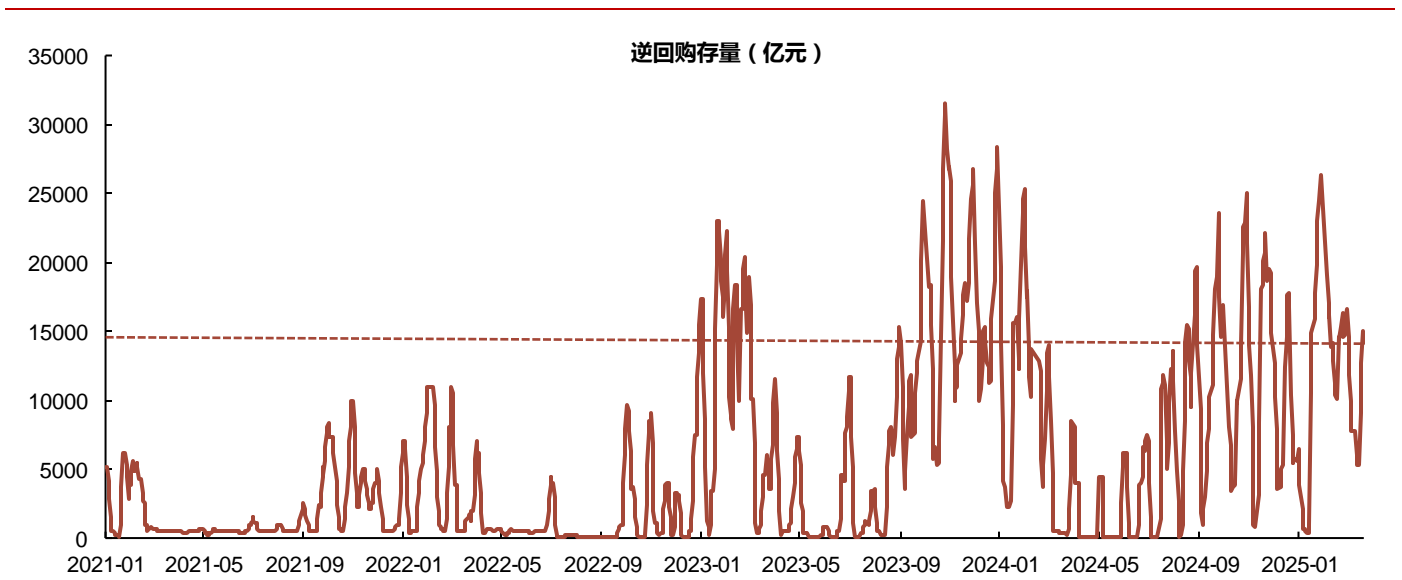
3 月 24-28 日，央行逆回购到期 14117 亿元。

表3：3月24-28日，央行公开市场到期14117亿元

	名称	日期	投放到期 (亿元)	利率 (%)	利率变动 (BP)
资金投放与到期 3月 17-21日		3月 17日	4810	1.5	-
	逆回购 7D 投放	3月 18日	2733	1.5	-
		3月 19日	2959	1.5	-
		3月 20日	2685	1.5	-
		3月 21日	930	1.5	-
		逆回购 7D 到期	3月 17日	965	1.5
		3月 18日	377	1.5	-
		3月 19日	1754	1.5	-
		3月 20日	359	1.5	-
		3月 21日	1807	1.5	-
		<b>MLF 到期</b>	3月 17日	3870	2.5
	<b>国库定存 2个月到期</b>	3月 18日	1200	2.15	-5
	<b>净投放</b>		<b>3785</b>		
资金投放与到期 3月 24-28日		3月 24日	4810	1.5	-
	逆回购 7D 到期	3月 25日	2733	1.5	-
		3月 26日	2959	1.5	-
		3月 27日	2685	1.5	-
		3月 28日	930	1.5	-
		<b>合计到期</b>		<b>14117</b>	

资料来源：WIND，华西证券研究所

图 10：截至 3 月 21 日，逆回购余额 14117 亿元，高于 3 月 14 日的 5262 亿元

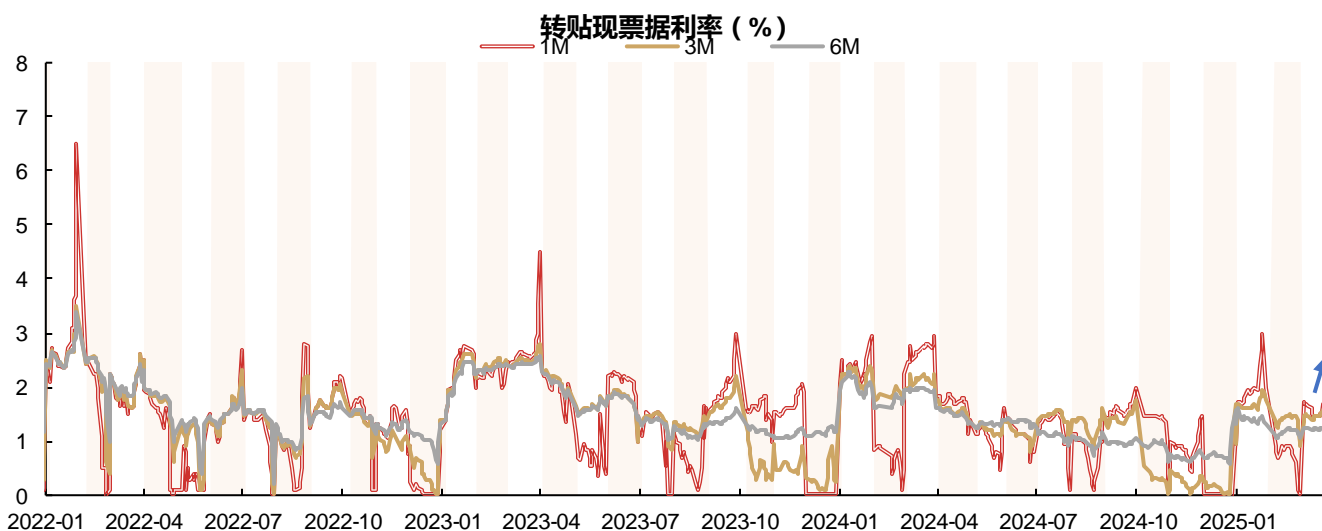


资料来源：WIND，华西证券研究所

## 4. 票据市场：1M 票据利率回升，大行维持买票

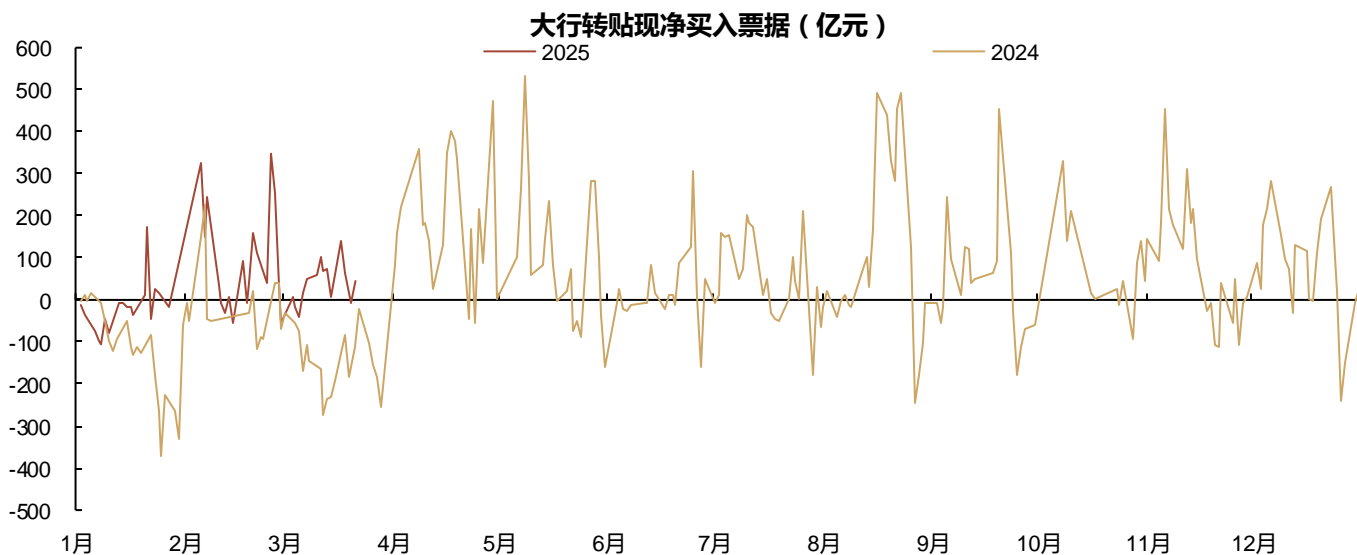
**3月第三周，1M 票据利率回升，大行维持买票。**截至3月21日，1M 转贴现票据利率从前一周的1.48%上行至1.70%，3M上行10bp至1.56%，6M持平于1.24%。3月17-21日，大行净买入254亿，3月累计净买入576亿元（2024年3月累计净卖出3145亿元）。

图 11：3月17-21日，1M 票据利率回升至1.70%，3M上行10bp至1.56%，6M持平于1.24%



注：WIND，普兰金服，华西证券研究所

图 12：3月17-21日，大行净买入254亿，3月累计净买入576亿元（2024年3月累计净卖出3145亿元）



注：WIND，票交所，华西证券研究所

## 5.政府债：3月24-28日净缴款升至6213亿元

政府债净缴款规模大幅抬升至6213亿元。3月24-28日，政府债计划发行量为6863亿元，其中，国债3500亿元，地方债3363亿元；按缴款日计算，政府债净缴款为6213亿元，大幅高于前一周的1642亿元。

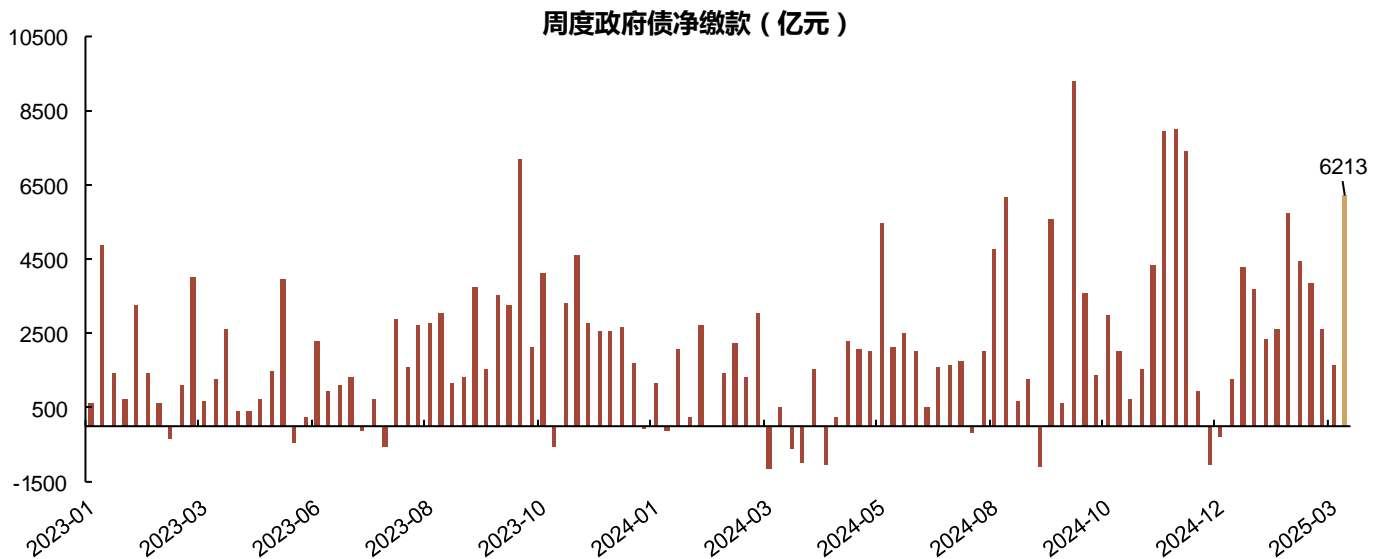
表4：国债、地方债发行及净融资（缴款）：3月24-28日政府债净缴款为6213亿元

时间	发行量(亿元)			净融资量(缴款减到期, 亿元)		
	国债	地方债	合计	国债	地方债	合计
<b>3月17-21日</b>	<b>2221</b>	<b>1571</b>	<b>3791</b>	<b>1198</b>	<b>445</b>	<b>1642</b>
3月17日	0	342	342	-621	-15	-636
3月18日	0	230	230	0	268	268
3月19日	2221	0	2221	0	173	173
3月20日	0	19	19	1819	0	1819
3月21日	0	979	979	0	19	19
<b>3月24-28日</b>	<b>3500</b>	<b>3363</b>	<b>6863</b>	<b>2445</b>	<b>3769</b>	<b>6213</b>
3月24日	3500	1052	4552	-650	858	208
3月25日	0	1101	1101	3500	1052	4552
3月26日	0	375	375	-405	1101	696
3月27日	0	428	428	0	329	329
3月28日	0	406	406	0	428	428

注：缴款日一般为T+1，周末或节假日顺延。新一周国债发行额可能追加，表中对应数字为计划发行额。统计剔除储蓄国债、凭证式国债。

数据来源：WIND，华西证券研究所

图13：3月24-28日，政府债周度净缴款6213亿元（前一周为1642亿元）



资料来源：WIND，华西证券研究所

## 6. 同业存单：到期压力增大，发行利率大幅下行

同业存单净融资 3920 亿元。3 月 17-21 日，同业存单发行 11257 亿元，净融资 3920 亿元。3 月 10-14 日，同业存单累计发行 11530 亿元，净融资 3813 亿元。募集率方面，3 月 17-21 日，同业存单募集率升至 95.52%，前一周为 94.73%

存单到期压力增大。下周（3 月 24-28 日）存单到期 8307 亿元，规模较前一周的 7337 亿元抬升。不过，4 月首周存单到期规模将大幅回落至 1050 亿元。整体来看，3 月同业存单共计到期近 3.0 万亿元，较 1、2 月的到期规模 1.4 万亿、2.2 万亿显著增加。

存单加权发行利率下行，发行期限拉长。3 月 17-21 日，同业存单加权发行利率 1.98%，较前一周大幅下行 7.2bp。其中，仅农商行 1 年期同业存单平均发行利率环比上行 1.2bp 至 2.11%，其余类型银行平均发行利率均在下行，股份行和国有行分别下行 6.0、3.0bp，而城商行下行幅度相对较小，环比降 1.3bp。

发行期限方面，同业存单加权发行期限 6.9 个月，前一周为 4.6 个月。分机构观察，所有类型银行发行期限均在拉伸，其中国有行拉伸幅度最大，由上周的 3.7 个月拉伸至 7.4 个月。分期限结构观察，银行主要发行期限为 1 年（占 31.3%），其次是 3 个月（占 28.0%）。其中，国有行 6M 以上存单发行占比升至 42.4%（+32.4pct），股份行 6M 以上存单发行占比升至 44.4%（+26.0pct）。

二级市场方面，存单到期收益率全线下行。其中，3 个月 AAA 同业存单下行幅度最大，较前一周五下行 4bp 至 1.92%；其余期限存单收益率下行 1-3bp 不等。

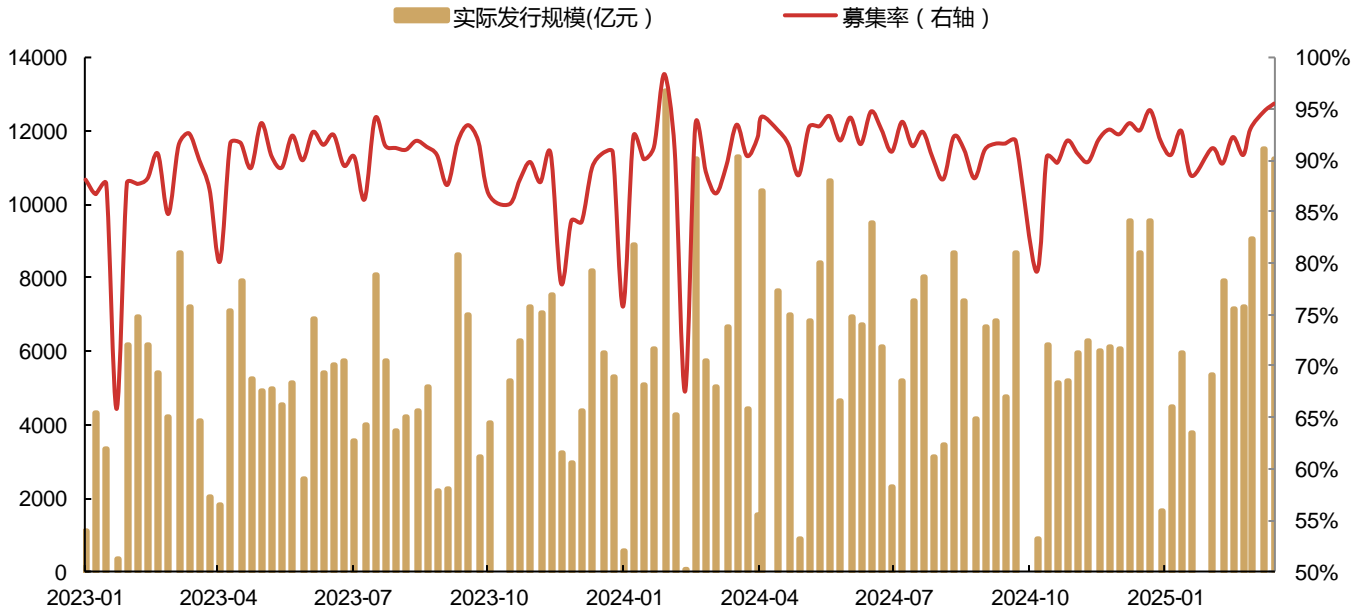
表5：3月17-21日，同业存单发行11257亿元，净融资3920亿元

分期限发行(亿元)	国有行	股份行	城商行	农商行	外资银行	其他	合计
1M	27	262	591	52	0	1	932
3M	1734	755	581	47	26	4	3147
6M	1090	519	930	184	10	1	2734
9M	100	158	600	61	0	0	919
1Y	2001	1070	403	24	6	21	3525
<b>合计</b>	<b>4952</b>	<b>2764</b>	<b>3105</b>	<b>368</b>	<b>42</b>	<b>27</b>	<b>11257</b>
分期限占比	国有行	股份行	城商行	农商行	外资银行	其他	合计
1M	0.5%	9.5%	19.0%	14.1%	0.0%	2.6%	8.3%
3M	35.0%	27.3%	18.7%	12.8%	61.0%	15.6%	28.0%
6M	22.0%	18.8%	30.0%	49.9%	24.8%	3.3%	24.3%
9M	2.0%	5.7%	19.3%	16.6%	0.0%	1.1%	8.2%
1Y	40.4%	38.7%	13.0%	6.5%	14.3%	77.3%	31.3%
分期限净融资	国有行	股份行	城商行	农商行	外资银行	其他	合计
1M	-649	262	591	52	0	1	256
3M	823	755	581	47	26	4	2236
6M	726	519	930	184	10	1	2370

9M	-2462	158	600	61	0	0	-1642
1Y	-823	1070	403	24	6	21	700
<b>合计</b>	<b>-2385</b>	<b>2764</b>	<b>3105</b>	<b>368</b>	<b>42</b>	<b>27</b>	<b>3920</b>

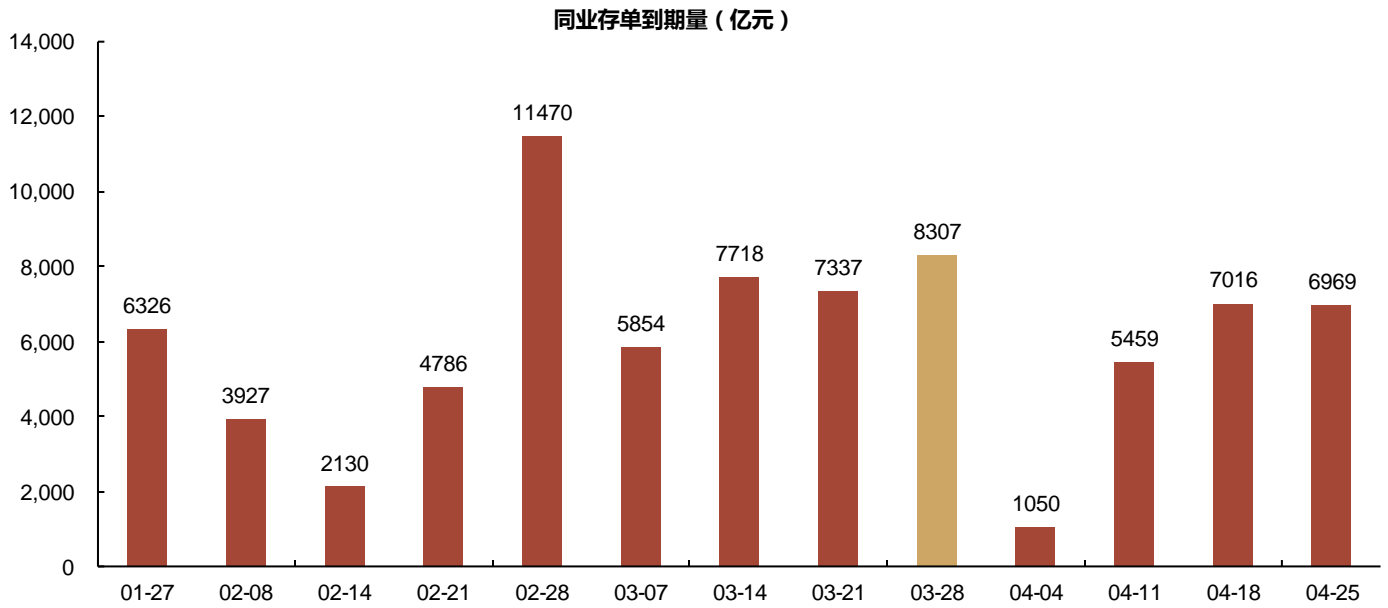
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 14：3 月 17-21 日，同业存单募集率升至 95.52%（前一周为 94.73%）



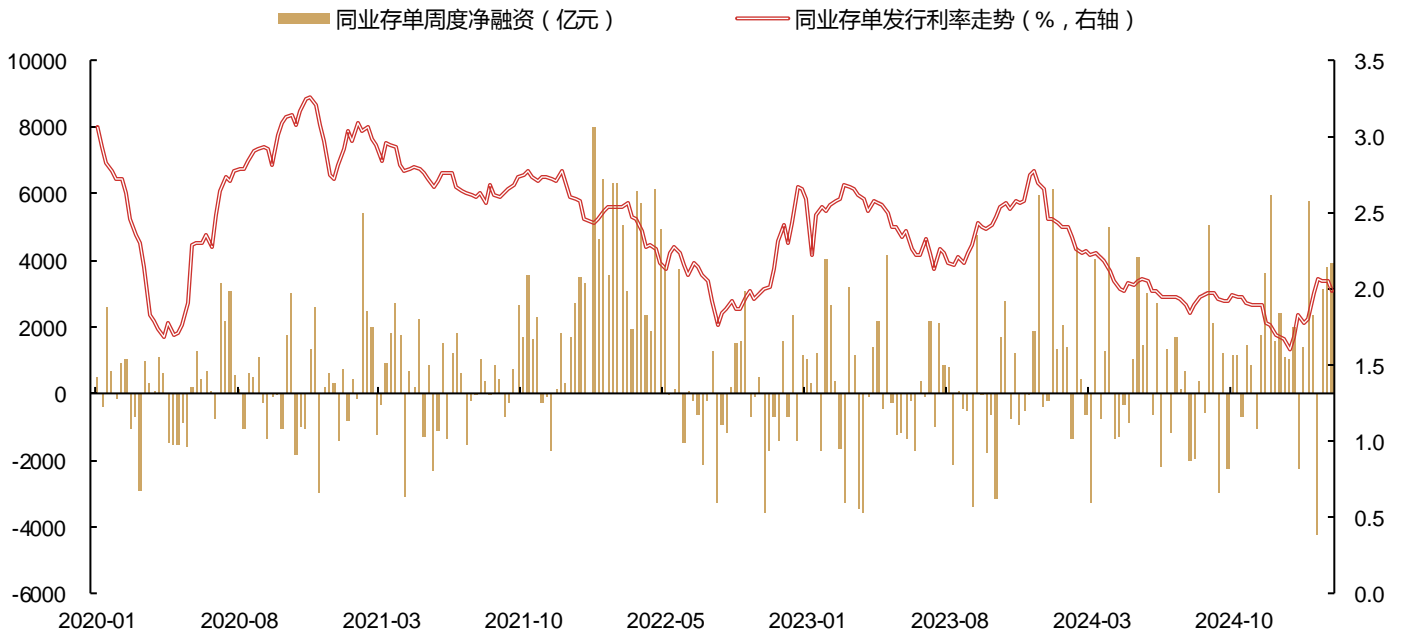
注：募集率=实际发行规模/计划发行规模  
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 15: 3 月 24-28 日, 同业存单到期 8307 亿元, 到期压力仍维持高位



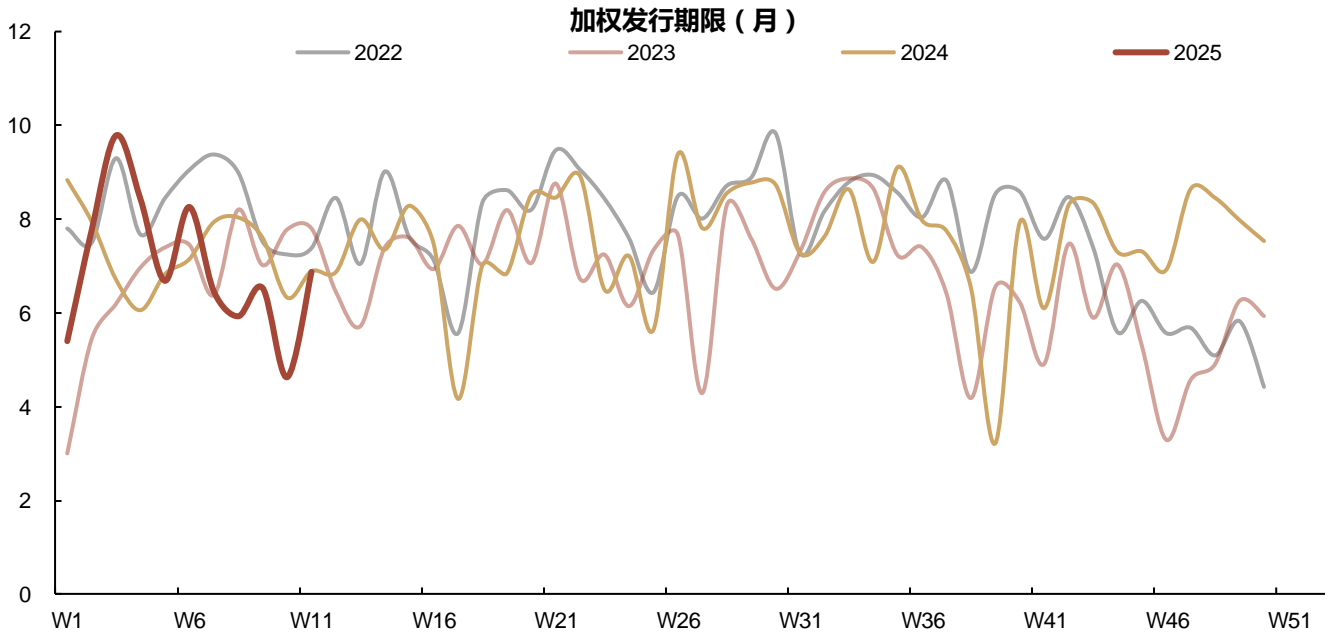
注: 考虑周末, 3 月 24-28 日到期量实际是 3 月 22-28 日到期量  
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 16: 3 月 17-21 日, 同业存单加权发行利率 1.98% (较前一周下行 7.2bp)



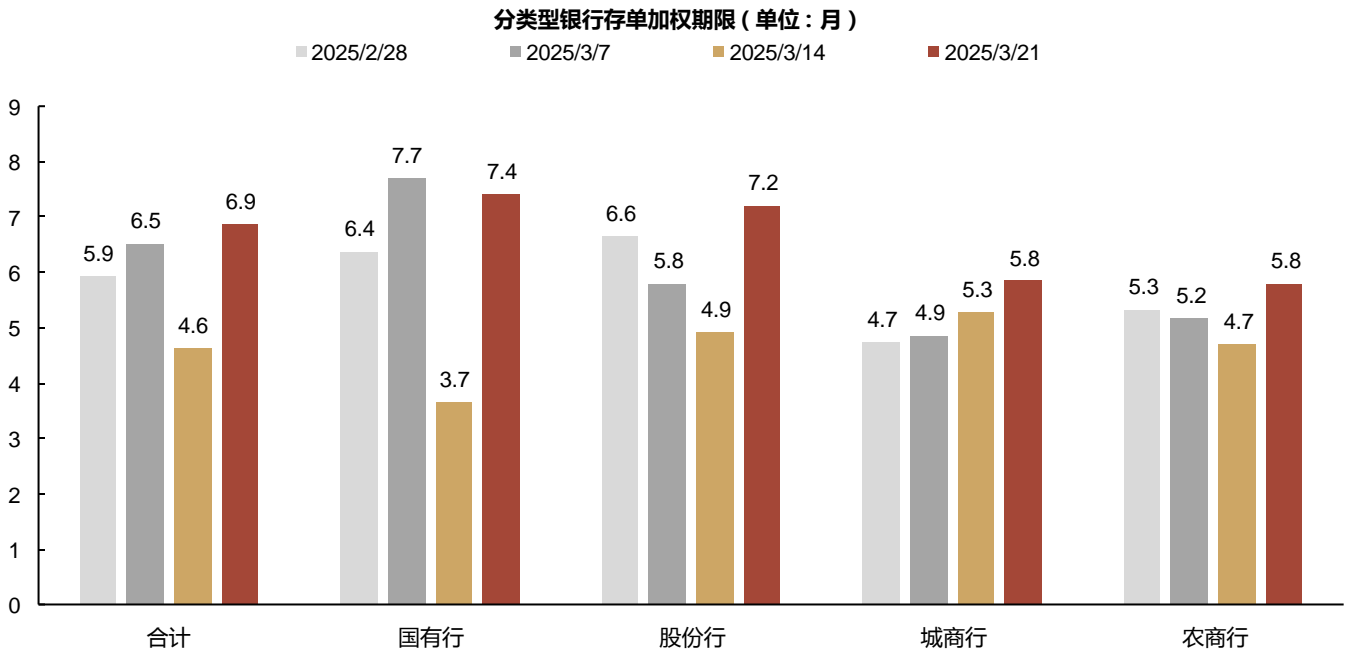
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 17：3 月 24-28 日，同业存单加权发行期限拉伸至 6.9 个月（前一周为 4.6 个月）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 18：分银行类型同业存单周度期限变化：所有类型银行发行期限均拉伸，国有行拉伸幅度最大



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 19：同业存单发行分期限：6M 以上期限发行占比升至 39.5% (+24.6pct)

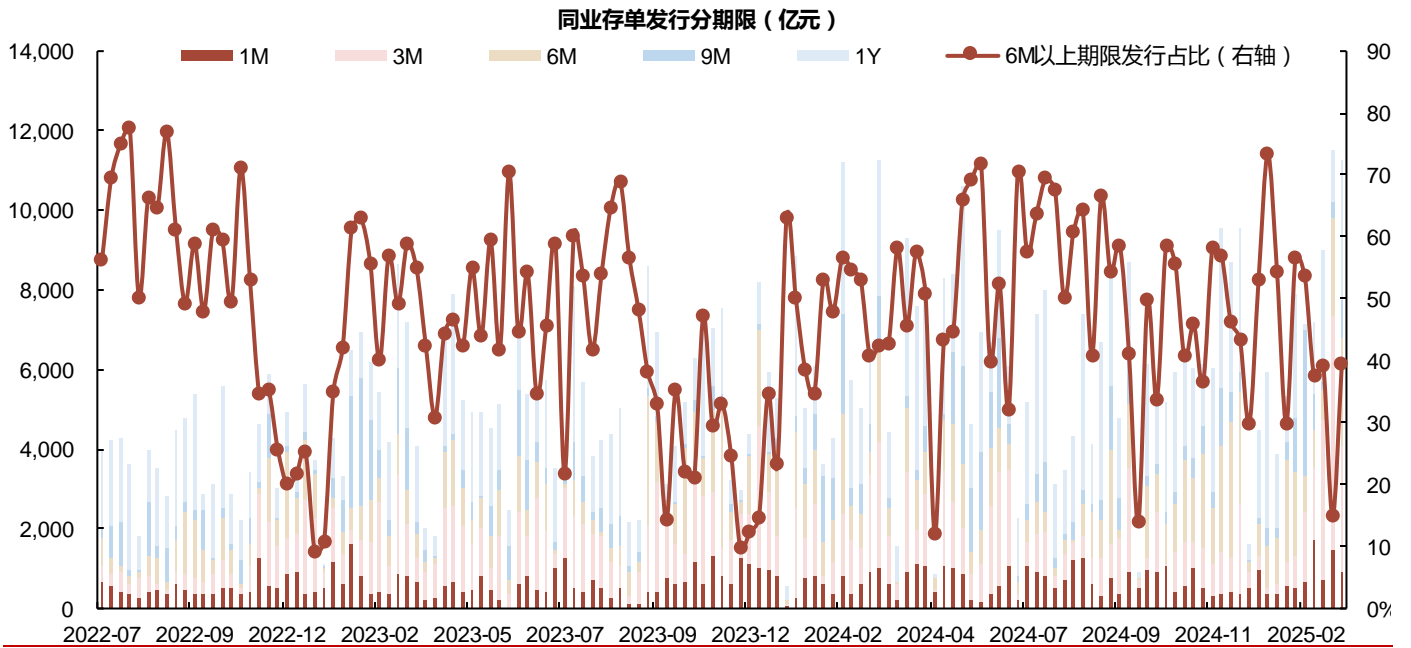


图 20：国有行周度同业存单发行分期限：6M 以上期限发行占比升至 42.4% (+32.4pct)

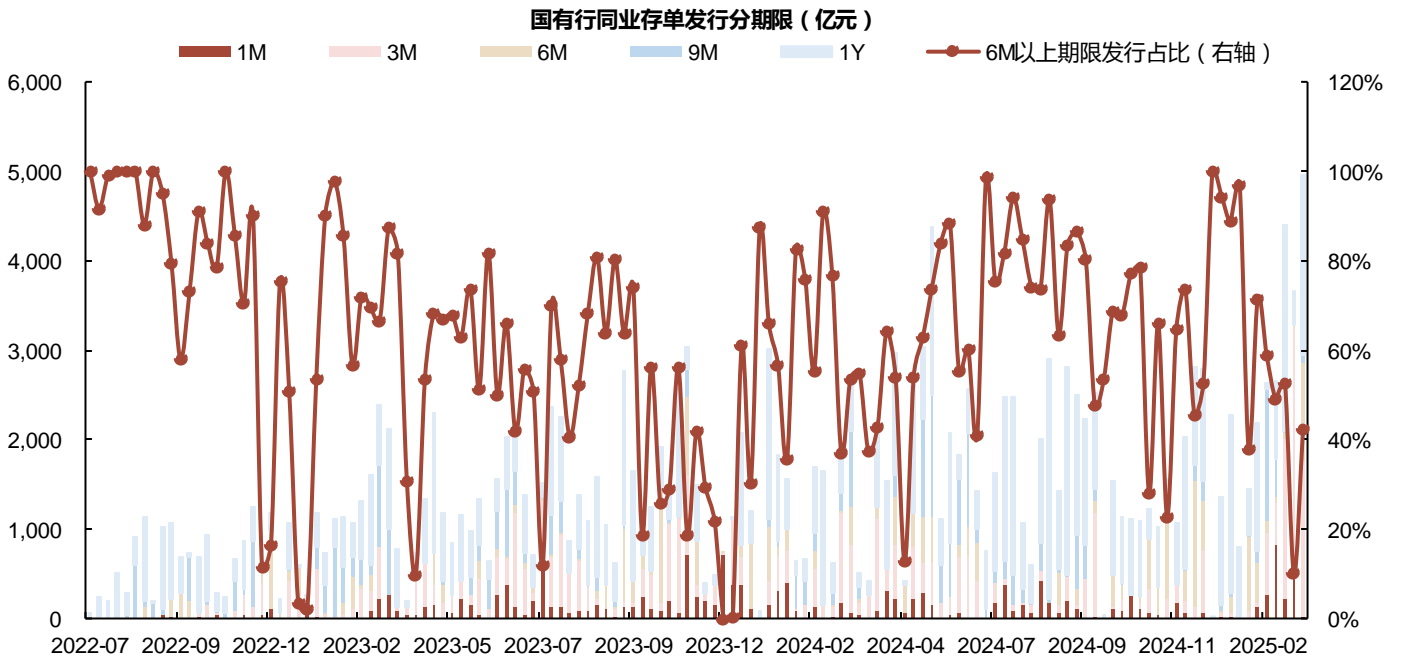
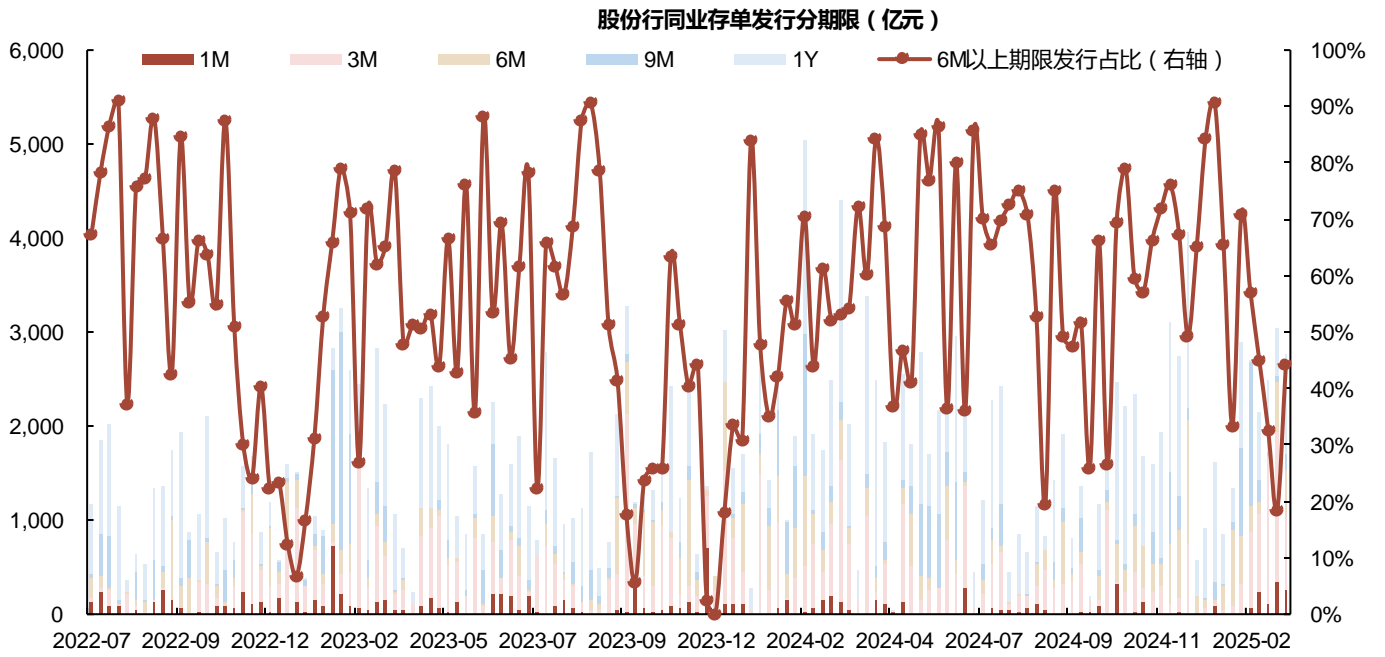


图 21：股份行周度同业存单发行分期限：6M 以上期限发行占比升至 44.4% (+26pct)



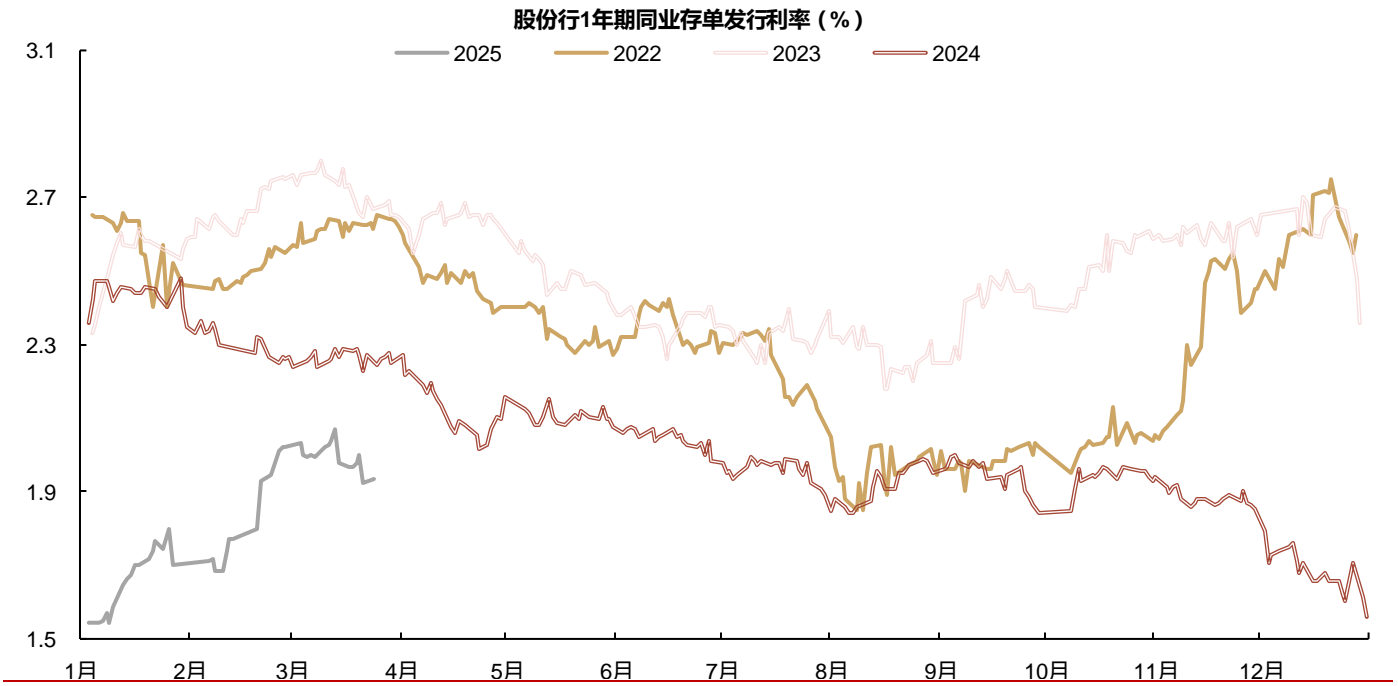
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 22：3 月 21 日，1 年期 AAA 同业存单到期收益率 1.93% (较 3 月 14 日下行 3bp)



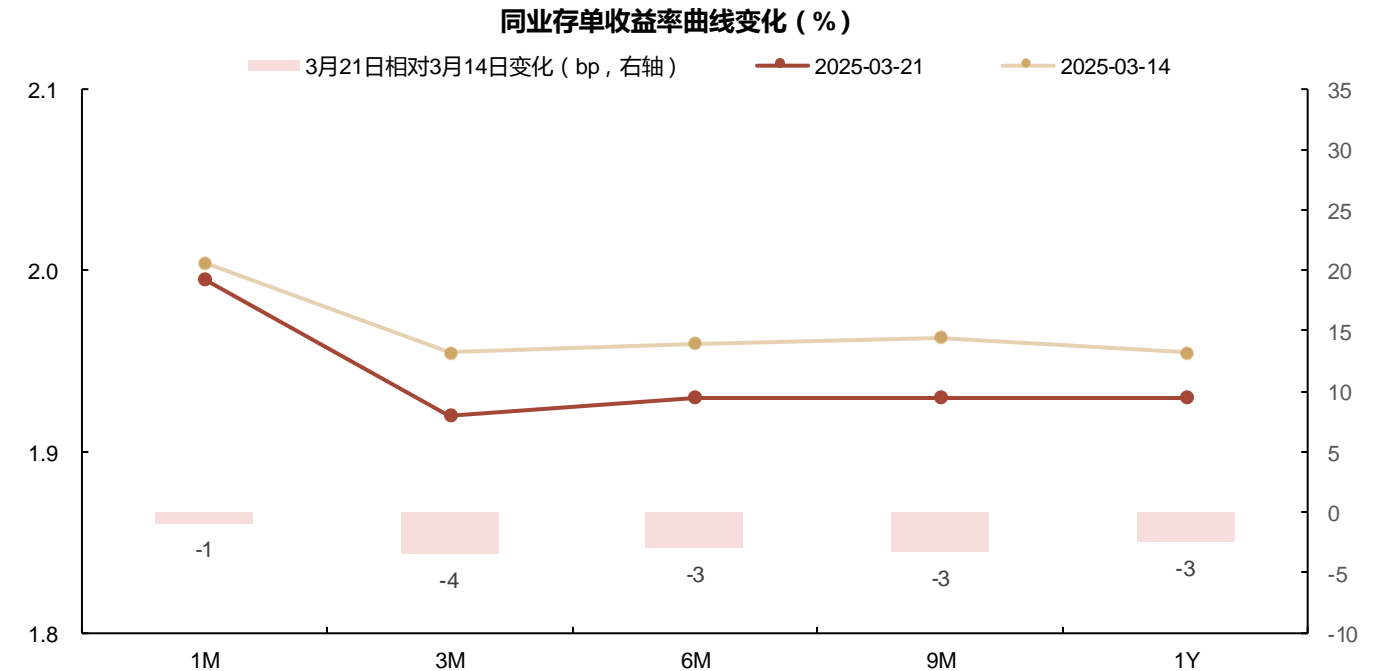
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 23: 3月21日, 股份行1年期同业存单发行利率 1.92% (较3月14日下行 6bp)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 24: 存单收益率曲线全线下行



资料来源: WIND, 华西证券研究所

## 7.风险提示

流动性出现超预期变化。如国内经济数据持续超预期，流动性相应可能出现超预期变化。货币政策出现超预期调整。如国内经济超预期放缓、或海外货币政策超预期变化，国内货币政策可能出现超预期调整。

---

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。