

中国利率市场化推进时机逐步成熟

——利率市场化专题研究报告

民生精品--- 银行/宏观专题报告

2011 年 9 月 16 日

报告摘要:

● 长期利率管制有违公平和市场原则

2011年银行业利润将接近工业企业利润的30%；2011年上半年，上市银行净利润占有所有上市公司45%，企业财务费用和所得税负担已达息税前收入的40%；于此条件下，长期利率管制有违公平和市场原则。

● 三万亿扶持，十三年保护，农行上市为利率市场化扫清最后障碍

1997年全国金融工作会议以来，剥离、注资、上市和保护性利差等政策相继为银行业提供了超过三万亿的资金扶持；农业银行上市完成了国有商业银行经营管理体制的市场化，为利率市场化清除了最后的障碍。

● 利率市场化在业务层面已经事实性开展

2011年以来，理财产品短期利率平均已达3.89%，近期发行的理财产品收益率已普遍超过4%，有68%的理财产品收益率已经超过1年定期存款利率，存款利率市场化已经事实上逐渐开展。过去一年中贷款实际利率大幅上升24%，在货币紧缩的情况下，贷款利率的自主浮动程度已经扩大。

● 市场化应注意三个问题

利率市场化有三个问题值得注意：建立行业自律机制，防范恶性竞争带来的冲击；市场化推进需与宏观经济形势相结合，降低利率波动带来的影响；条件成熟时可以考虑建立存款保险制度，在一定程度上防范金融风险传染。同时，我国利率市场化进程不是一蹴而就的，市场化对银行息差的影响最高20%。

推 荐 维持评级

民生证券研究所

首席经济学家：滕泰
 执业证号：S0100511090001
 电话：(8610)85127628
 邮箱：tengtai@mszq.com

联系人：李少君
 电话：(8610)85127819
 邮箱：lishaojun@mszq.com

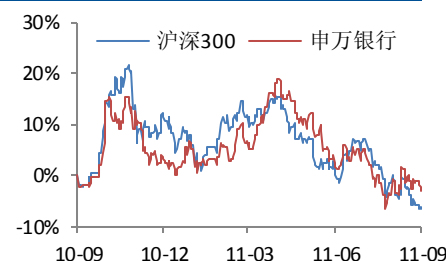
宏观分析师：郝大明
 执业证号：S0100511010011
 电话：(8610)85127658
 邮箱：haodaming@mszq.com

策略分析师：张 琢
 执业证号：S0100511010002
 电话：(8610)8512 7665
 邮箱：zhangzhuo@mszq.com

联系人：张磊
 电话：(8610)85127662
 邮箱：zhanglei_yj@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街28号
 民生金融中心A座17层 100005

一年行业与沪深300走势比较



相关研究

- 1.《银行业深度报告：资本消耗现发展隐忧，二次升级成未来看点》2010.12.9
- 2.《中国货币流向对物价和资产价格的影响及预测》2011.5.24

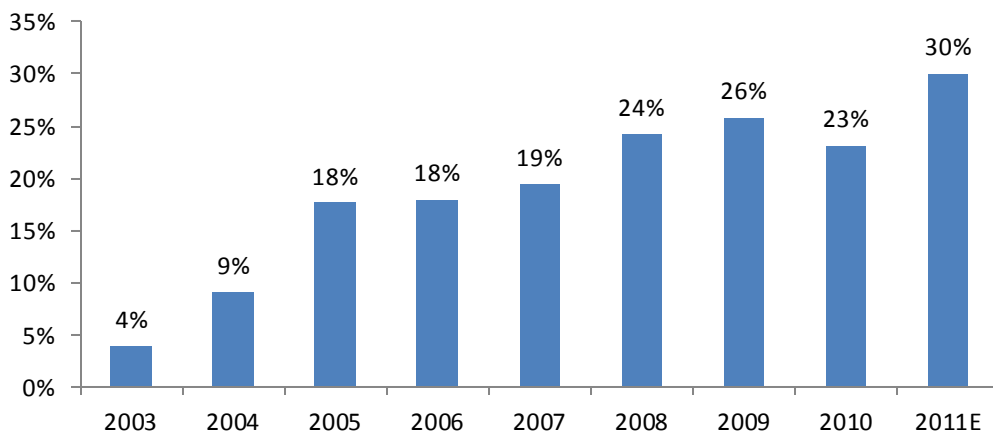
目录

一、长期利率管制有违公平和市场原则.....	3
(一) 银行业利润达到工业企业利润 30%.....	3
(二) 上市银行净利润占全体上市公司利润 45%.....	3
(三) 企业利息和所得税负担达到息税前利润 40%.....	4
(四) 利率双轨运行, 中小企业融资成本高.....	4
二、三万亿扶持, 十三年保护, 农行上市已扫清最后障碍.....	4
(一) 2 万亿扶上马, 1 万亿送一程.....	5
(二) 农行上市为利率市场化扫清了障碍.....	5
三、市场定价政策犹未动, 自主浮动业务已先行.....	6
(一) 理财产品短期利率已达 3.89%, 存款利率市场化已经悄然展开.....	6
(二) 过去一年中贷款实际利率大幅上升 24%.....	7
(三) 利率市场化时机已逐步成熟.....	8
四、市场化推进过程中的三个问题.....	9
(一) 建立行业自律机制, 防范恶性竞争带来的冲击.....	9
(二) 如何与宏观经济形势相结合?	10
(三) 条件成熟时可以考虑建立存款保险制度, 从一定程度上防范金融风险传染.....	12
五、利率市场化的进程及影响.....	13
(一) 国际经验表明, 利率市场化并非一蹴而就.....	13
(二) 利率市场化影响息差最高 20%	14
插图目录.....	15

一、长期利率管制有违公平和市场原则

（一）银行业利润达到工业企业利润 30%

图 1：银行业利润占工业企业利润已近 30%

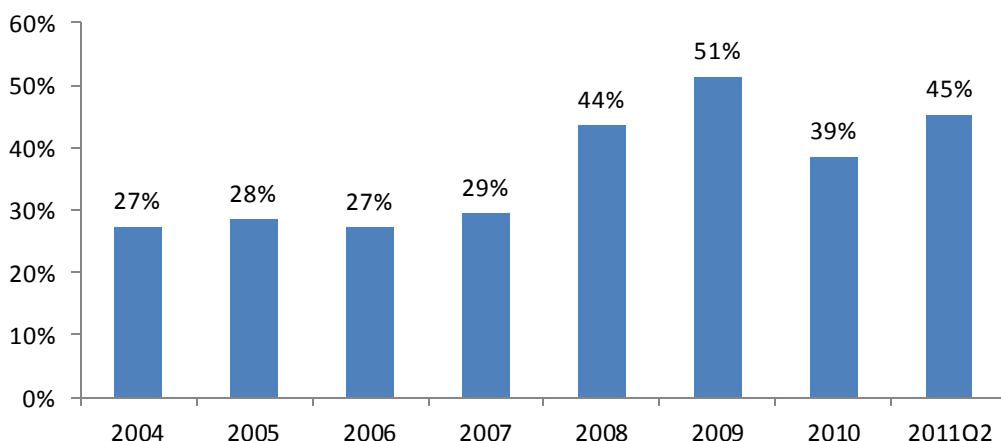


资料来源：民生证券研究所

在过去的八年中，我国 GDP 增长了 1.49 倍，三十九个工业大类的工业企业利润仅增长了 3.8 倍，上市银行业净利润增长了 26.9 倍，相比之下银行业利润占工业企业利润的比重增加了 6 倍。2003 年国有银行改革以来，银行业资产规模快速扩张，保护性息差维持在较高水平，银行业的净利润在 2003 年的时候仅为工业企业利润的 4%，至 2010 年这一比例已经达到 23%，预计 2011 年将接近 30%！

（二）上市银行净利润占全体上市公司利润 45%

图 2：上市银行占全体上市公司利润总额比重已达 45%



资料来源：民生证券研究所

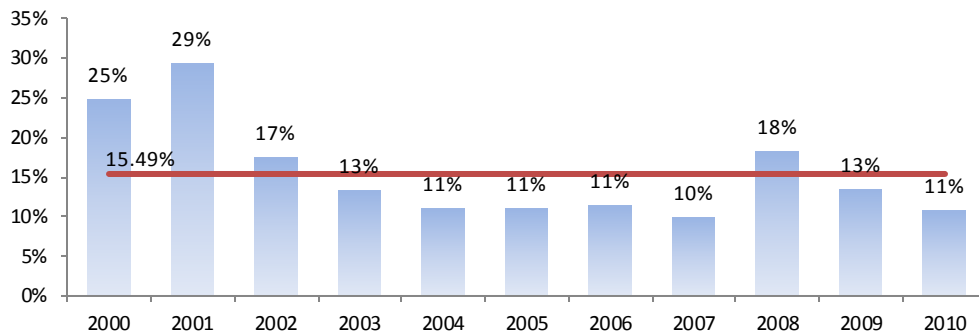
2004 年以来，上市银行占有所有上市公司净利润的比重增长了近一倍。2004 年，所有上市银行净利润 1233 亿，所有上市公司利润 4517 亿，占比 27%，2009 年这一比例上升至 51%，截止 2011 年第二季度，16 家上市银行净利润 4418 亿，所有上市公司净利润 9754

亿，占比 45%。

（三）企业利息和所得税负担达到息税前利润 40%

保护性利差在给银行体系带来丰厚利润的同时，却增大了实体经济的运行成本，过高的利息成本侵蚀了企业的经营成果，企业息税前利润中 15.49% 被财务费用侵蚀，以 25% 的企业所得税计算，企业的利息和所得税负担已达息税前利润的 40%。

图 3：财务费用占企业息税前利润比重 15.49%



资料来源：民生证券研究所

（四）利率双轨运行，中小企业融资成本高

在现有的利率形成机制和贷款投放方式中，银行贷款主要投向大中型国有企业，且资金价格相对较低；以平台贷款为例，按照审计署的统计口径，全国平台贷款规模达到 10 万亿，超过全国信贷总额的 15%，而其利率则普遍为基准利率或享受下浮优惠。中小企业、即使是盈利能力很强、信用风险低的信贷资金来源依然较窄，且资金价格显著高于大中型企业的资金价格水平。

造成这一现象的根源在于，决定企业信贷价格和信贷规模的关键因素并不是资金价格，而是资金的可获得性。基于这一原因，信贷资源无法按照“风险收益相匹配”的原则进行配置，大中型企业和国有企业主要通过银行获得较低资金价格的资金，而中小企业则以较高的价格获得少量信贷资金，大部分资金则主要通过自有资金甚至更高成本的民间借贷获得。

现阶段，大中型企业通过银行获得资金的价格在 6-7%（下浮 10% 至上浮 20%），而中小企业通过银行信贷获得资金的价格则普遍在 9% 以上（上浮 30% 以上），而无法通过信贷资金满足的资金缺口则只能通过 10%-20% 的资金价格通过民间借贷或者其他融资渠道获取。资金价格在不同类别企业间事实上已经形成双轨制，双轨制运行的资金价格体系有违市场公平原则。

二、三万亿扶持，十三年保护，农行上市已扫清最后障碍

不可否认，改革开放三十年商业银行承担了巨大的成本。但在过去的十年中，经过资产剥离、注资和保护性利率，商业银行实现了从“技术破产”到规模和盈利的全球翘楚。

2010 年农业银行成功上市，标志着我国商业银行体系改革初步完成。于此背景下，给企业的经营带来了沉重负担的保护性利率逐渐进行市场化的必要性日益迫切，条件也逐渐具备。

（一）2 万亿扶上马，1 万亿送一程

1984 年工商银行的建立标志着我国商业银行框架的初步形成，至改制前夕国有商业银行的不良资产接近 2 万亿元，拨备覆盖率则不足 10%。在这一阶段，商业银行体系为我国改革开放和经济发展承担了沉重的负担。亚洲金融危机强化了商业银行与国家经济安全、金融稳定的密切关系。1997 年 11 月党中央、国务院召开了第一次全国金融工作会议，明确了国有独资商业银行改革和具体措施。在改制重组、改善治理和由行政评价向经济评价转变的同时，通过四大措施支持商业银行的改革：

其一，注资：1998 年定向发行 2700 亿元特别国债，专门用于补充资本金，使四家银行资本充足率按 1996 年标准达到 4%，此后，四大行又分获不同额度注资，用以牢固银行基础；

其二，不良资产剥离：1999 年将 1.4 万亿元资产(其中 9800 亿元为四家银行不良资产)剥离给新成立的四家资产管理公司——东方、长城、华融和信达，用以摆脱银行包袱；四大行上市前夕，分别获得了 150、225、225 和 190 亿美元，计人民币 6300 亿。

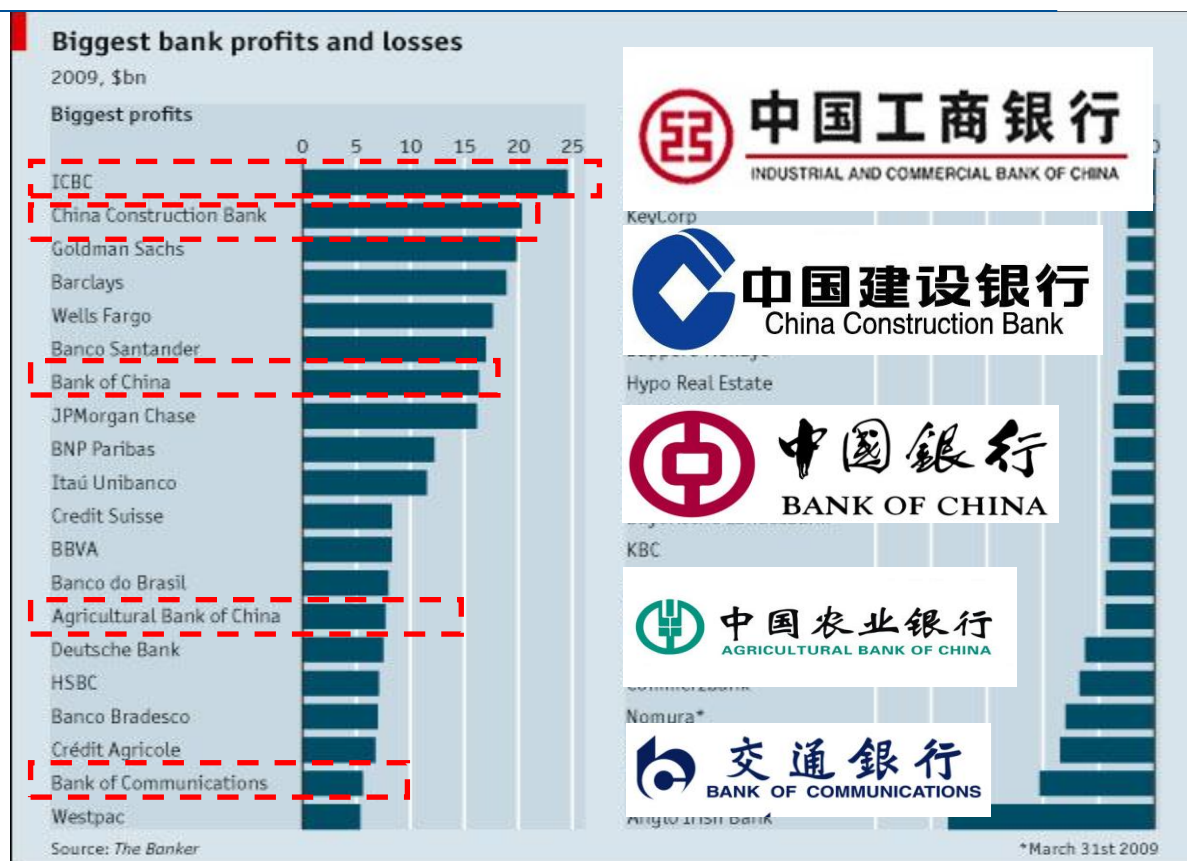
其三，上市：2006 年至 2010 年四大行分别通过 IPO 上市，用以改善银行治理；从具体的融资额度来看，四大行通过资本市场融资超过 5000 亿元人民币；

其四，维持保护性利差：通过设定存贷款利率上下限，维持商业银行净利差水平，用以保护银行发展；按照美国和日本的经验来看，利率市场化之后净息差水平将会收窄 20% 左右，以 2004 年以来上市银行总利润超过 3 万亿计算，由保护性利差贡献的上市银行净利润超过 6000 亿，商业银行上市后的资金扶持超过 1 万亿。

可以说商业银行通过改制上市被“扶上马”，在保护性利差政策下又被“送一程”。前三项支持政策为银行提供的扶持性资金超过 2 万亿元，第四项的资金扶持超过 1 万亿，相关政策为银行贡献的资金超过 3 万亿。政策红利使银行的盈利能力和利润水平快速提高，二十年前技术破产的银行体系已经凤凰涅槃。

（二）农行上市为利率市场化扫清了障碍

图 4 世界最赚钱 25 家银行，中国银行业独占 5 席



资料来源：民生证券研究所，《The Banker》

现阶段，我国商业银行盈利能力已经大幅提升，资产质量屡创历史新高，抗风险能力也大幅增强。在这一条件下，收窄保护性利差，逐步解放资金价格的条件也逐步具备。

一方面，农业银行成功上市标志着我国商业银行体制改革逐步实现，市场化的经营运作彻底完成，自然市场化的定价机制也就成为下一个改革目标。通过利率市场化改革切实提高资金配置效率，发挥金融对经济增长醋劲器的要求日益紧迫。

另一方面，我国银行业资产规模、利润水平已经达到世界领先水平。2010 年全球千家银行排名中，中国共有 84 家银行入选，其总资本占到千家总和的 9%，而税前利润占比高达 25%。全球“最赚钱的银行”前 25 名中，中国银行业独占 5 席。

三、市场定价政策犹未动，自主浮动业务已先行

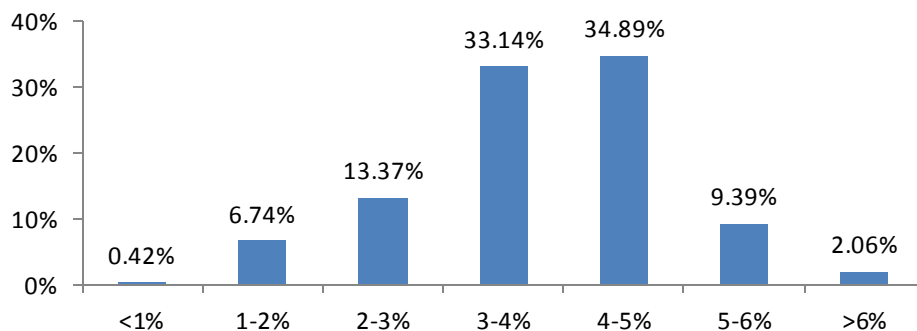
在银行等金融机构仍然普遍担心利率市场化的推进会给银行带来较大冲击而却步不前时，2011 年货币紧缩状况下利率市场化已经通过理财产品、贷款利率大幅上浮等方式实质性开始。

（一）理财产品短期利率已达 3.89%，存款利率市场化已经悄然展开

2011 年以来，伴随着物价水平居高难下和货币紧张程度逐渐升温，存款压力陡然增大，以储蓄存款向理财产品搬家形式进行的利率市场化也悄然推进。

2011 年发行的 4043 款理财产品中,利率超过 1 年定期存款 3.5% 的理财产品达到 2734 款,占比达 68%。所有理财产品的平均收益已经达到 3.89%,当前阶段开始发售的理财产品的利率(以 30 天产品为例,年化)则普遍在 4.4% 以上。

图 5 理财产品超过 1 年定期存款收益率的比重达 68%

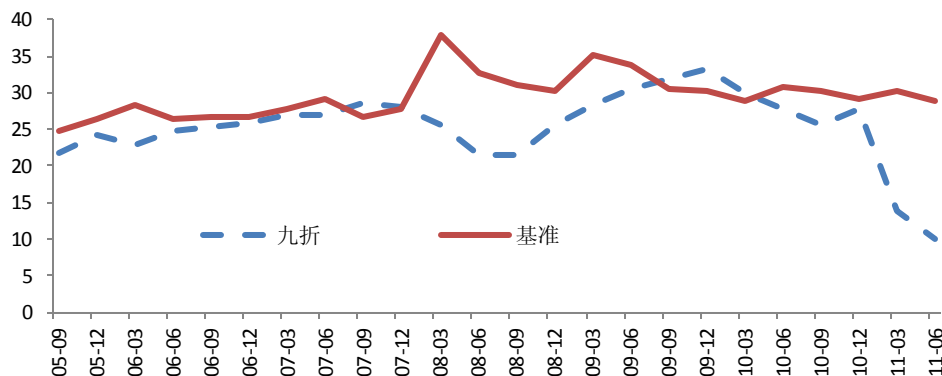


资料来源:民生证券研究所

(二) 过去一年中贷款实际利率大幅上升 24%

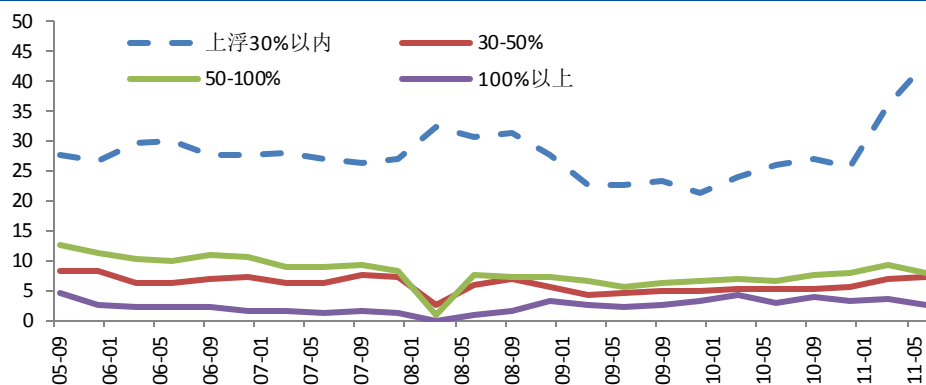
打九折到上浮 30%, 2011 年以来贷款利率的上浮比例大幅提高。基准利率九折的贷款在 2010 年底占比达到 27.8%, 而 2011 年 6 月份大幅下降 18 个百分点, 至 9.94%; 基准利率上浮 30% 以内的贷款占比快速上升, 2010 年底占比达到 25.7%, 而 2011 年 6 月底大幅上升 18 个百分点至 43.3%。

图 6 贷款下浮和基准利率的比重大幅降低



资料来源:民生证券研究所

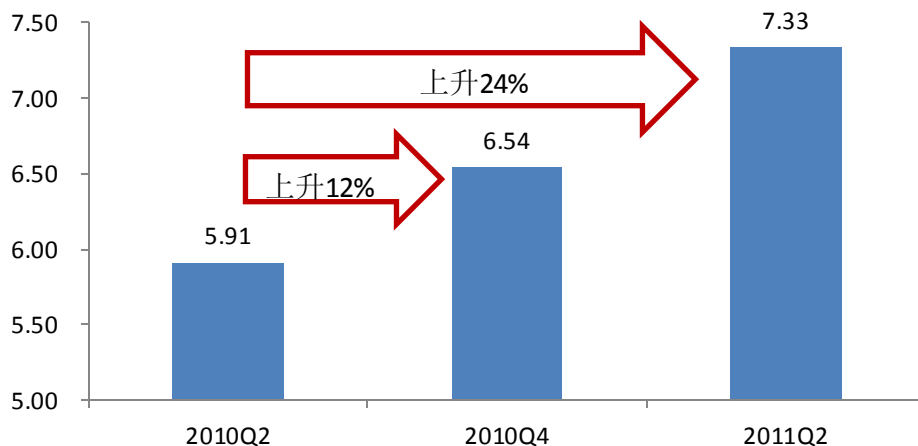
图 7 利率上浮的贷款比重大幅上升



资料来源：民生证券研究所

过去一年中实际银行贷款利率由 5.91% 上升至 7.33%，利息成本提高 24%。2010 年 6 月份，商业银行一年期加权平均贷款利率为 5.91%，至 2010 年底，加权平均利率水平达到 6.54%，至 2011 年 6 月份，进一步上升至 7.33%，上升 1.43 个百分点，上升幅度达 24%。

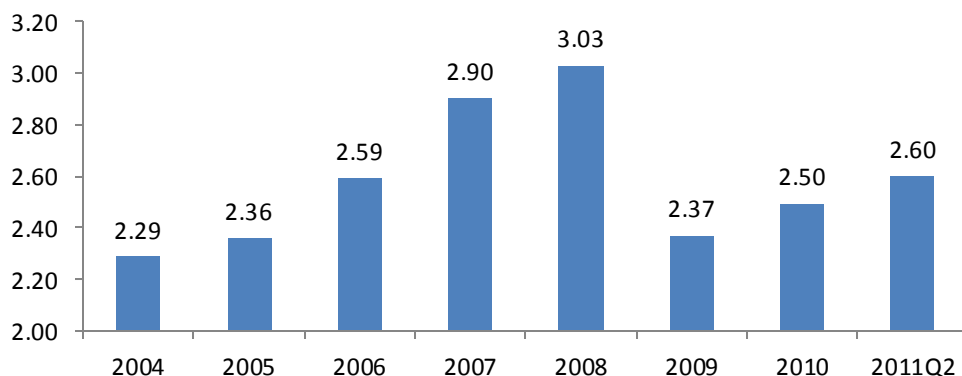
图 8 过去一年中实际贷款利率上升 24%



资料来源：民生证券研究所

(三) 利率市场化时机已逐步成熟

图 9 金融危机以来净息差水平已迅速恢复至金融危机前



资料来源：民生证券研究所

从银行业的角度来看，在 2 万亿扶上马，1 万亿送一程后，我国银行体系的整体资产质量、盈利能力和抗风险能力得到了实质性的提高，在金融危机以来的三年中，我国商业银行的净息差快速恢复，银行利润增速和利润水平也已经屡创新高。银行对净息差收窄产生的负面影响的抗冲击能力也逐步增强。

从居民企业的实际存款成本来看，各种短期理财产品的收益水平也已经远超过一年期定期存款的基准利率，我国存款的利率市场化已经事实性展开。

从货币政策的效果来看，资金价格的失真使得价格政策归于无效，数量政策造成误伤，政策总体有效性大打折扣。

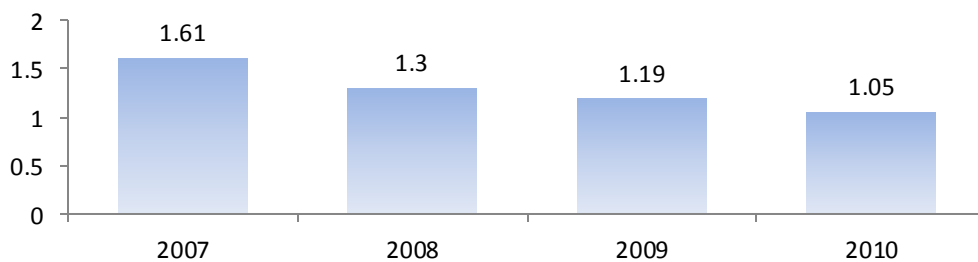
从实体经济的影响来看：一方面，在信贷规模仍然较紧、通胀高位运行的经济背景下，不断提高贷款利率将导致实体经济的融资成本加速上行，加大经济运行的风险；另一方面，不断提高贷款利率将加大企业的财务压力，进而提高企业的成本，反而进一步加大物价上行压力。

何况，目前无论是存款端还是贷款端，实际利率水平均已呈现出了客观上的市场化。综上，在未来一段时间顺势而为，通过非对称加/降息收窄息差水平在有利于控制物价的同时适时利率市场化。

四、市场化推进过程中的三个问题

（一）建立行业自律机制，防范恶性竞争带来的冲击

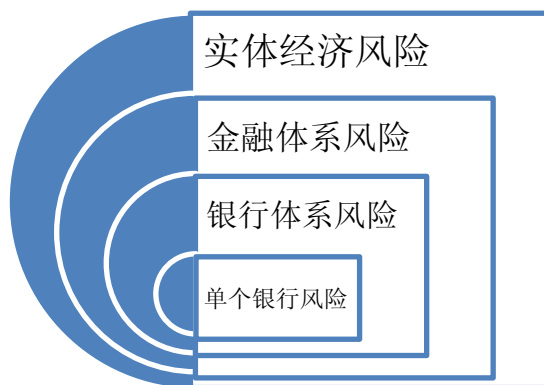
图 10 行业自律的缺失导致券商佣金费用比率快速下降（%）



资料来源：民生证券研究所

证券行业佣金费率市场化告诉我们，缺乏有效行业自律的结果将是恶性竞争：证券行业交易佣金设定上限向下浮动以来，由于业务同质性强，交易佣金比率在恶性竞争中快速下降，预计 2011 年将有 20 家以上的券商陷入亏损。

图 11 银行风险扩散的影响大于证券行业



资料来源：民生证券研究所

证券行业的交易佣金和我国银行业存款利率具有诸多相似之处，但是银行业由于资产规模和对实体经济的影响要显著大于证券业，所以银行业恶性竞争给宏观经济带来的冲击也将远大于证券行业。

由此，建立有效的自律机制，协调、规范行业竞争，防止恶性竞争对金融体系和实体经济造成较大冲击是利率市场化推进过程中应当注意的问题。

（二）如何与宏观经济形势相结合？

纵观全球各国利率市场化进程，各商业银行在推动利率市场化的过程中，东欧和南美诸国由于利率市场化引起金融体系动荡的案例并不少见。

智利：1974 年 5 月起实行利率市场化，次年 4 月取消了所有利率管制，过快的市场化步伐与金融监管的放松造成了存贷款利率的大幅波动，1977 年该国贷款利率近 40%，并最终催生了 80 年代智利的金融危机。至 1989 年，智利中央银行持有的困境银行的贷款占 GDP 的近 20%。

印度尼西亚：在 1983 年一次性放开所有存贷款利率限制，随后实际贷款利率长期高达 10% ~ 15%，高利率带来的道德风险不断在银行内部积累，银行不良资产快速攀升，终于导致了 1990—1991 年的银行支付危机。

其原因在于，利率市场化的推进涉及到资金价格的自主浮动，进而通过资金的供给和需求变化影响到宏观经济的诸多指标。基于此，利率市场化的推进过程和步骤需要与宏观经济形式密切结合。防范利率市场化推动过程中引起的宏观经济冲击。

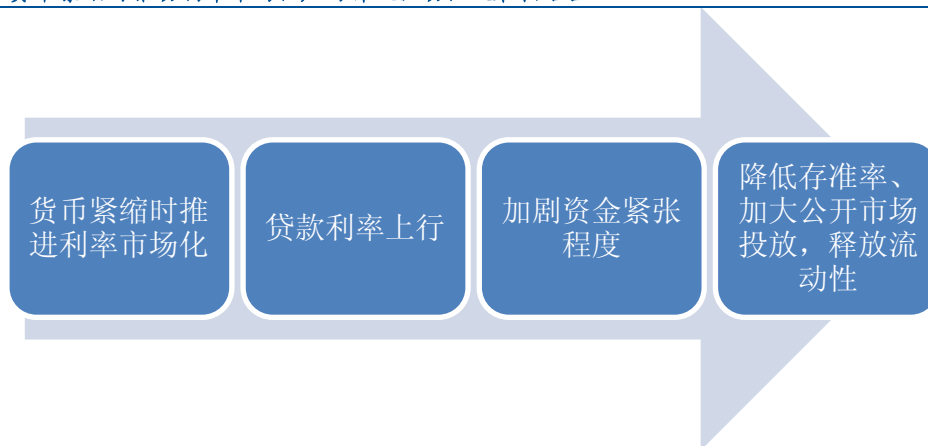
在当前货币紧缩的条件下，资金需求旺盛，利率市场化推行的初期阶段很可能带来资金价格短期的上扬，结果有二；

其一，资金价格上扬过快、幅度过大将迅速抑制资金需求，反而加大实体经济资金紧张的局面；

其二，过高的资金价格和信贷市场的信息不对称会带来“逆选择”和“道德风险”，从而加大银行信贷资产质量隐忧。

反之，在货币宽松的条件下，利率市场化推行的初期阶段很有可能带来贷款利率的下降，从而降低企业的资金成本。

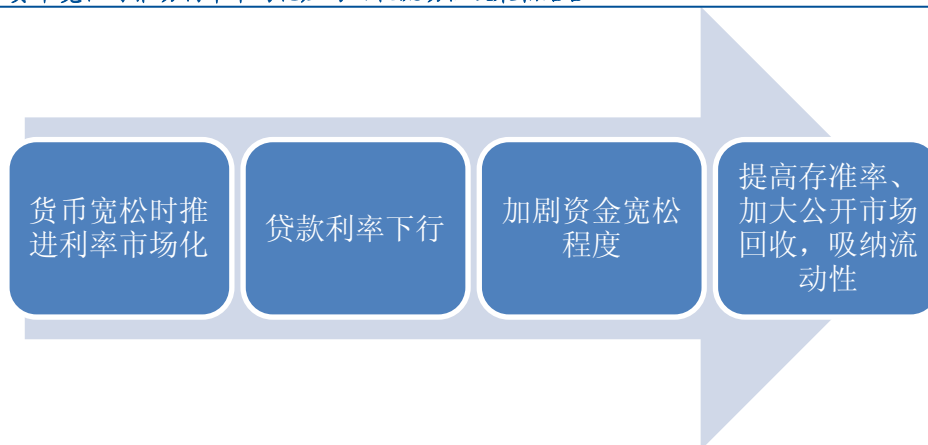
图 12 货币紧缩时推动利率市场化应与释放流动性政策相结合



资料来源：民生证券研究所

由此看来，在货币紧缩的时候，利率市场化需和降低存款准备金、加大公开市场投放等政策相结合。同时，可以考虑在存款端逐渐放大利率上浮的幅度，参考同期理财产品的利率对存款利率做同方向、小幅度调整，从而扩大银行体系对资金的吸收和配置能力，理顺资金价格，提高政策传导的有效性。

图 13 货币宽松时推动利率市场化应与回收流动性政策相结合



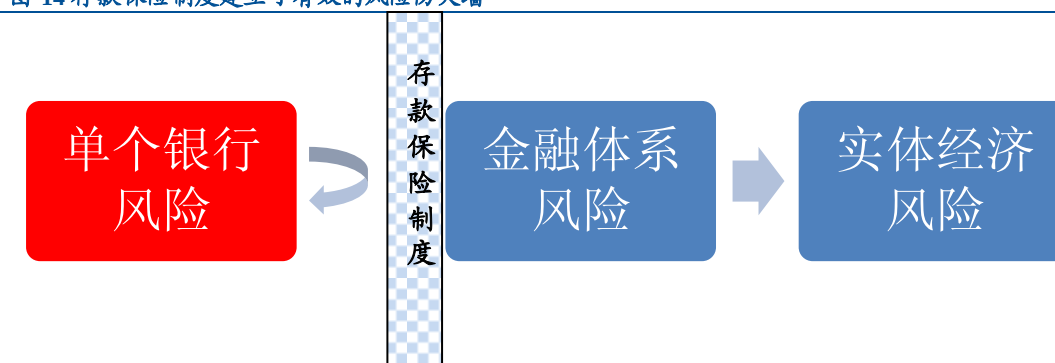
资料来源：民生证券研究所

在货币宽松的时候，利率市场化需和提高存款准备金、加大公开市场回收等政策相结合。同时，在贷款端逐渐放大利率下浮的幅度，参考同期债券和信托贷款等直接融资产品的利率对贷款利率做同方向、小幅度调整，从而扩大银行体系对资金的供给能力，切实降低实体经济的资金成本。

（三）条件成熟时可以考虑建立存款保险制度，从一定程度上防范金融风险传染

日本 1971 年建立存款保险制度：根据《存款保险法》，1971 年 7 月 1 日日本存款保险公司 (Deposit Insurance Corporation of Japan, 简称 DICJ) 成立。**美国于 1933 年就建立了存款保险制度，**美国国会通过《格拉斯-斯蒂格尔法》，建立了联邦存款保险公司和联邦储蓄贷款保险公司。1933 年后，美国银行倒闭数量大量减少，存款保险制度在防止银行挤兑和维护整个金融体系稳定等方面起到了重要作用。市场化加大了银行破产风险，经济周期下行拐点出现后这种风险将被快速放大。个别银行破产所带来的传染效应将是金融体系的灭顶之灾。截止 2003 年全球已有 78 个国家设立了存款保险制度。

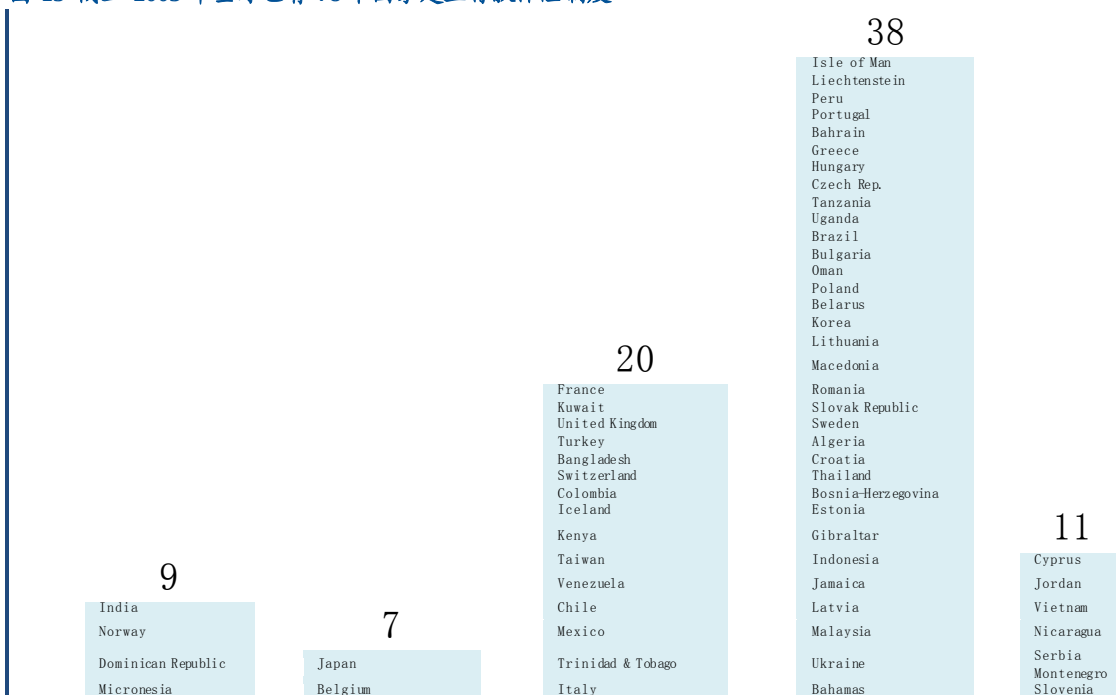
图 14 存款保险制度建立了有效的风险防火墙



资料来源：民生证券研究所

从利率市场化和存款保险的关系来看，存款保险制度建立与否并不是利率市场化推进的先决条件，众多国家存款保险制度的建立晚于利率市场化，且只是作为利率市场化完成后进行的制度性补充和辅助。

图 15 截止 2003 年全球已有 78 个国家建立存款保险制度



Philippines Germany Canada Lebanon Finland	Marshall Islands Spain Argentina Austria Netherlands	Sri Lanka Denmark Nigeria Ireland Luxembourg	Ecuador El Salvador Guatemala Honduras Kazakhstan	Albania Malta Paraguay Russia Zimbabwe
1960s	1970s	1980s	1990s	2000s

五、利率市场化的进程及影响

（一）国际经验表明，利率市场化并非一蹴而就

国际经验表明，成功的利率市场化改革并不是一蹴而就的，而是法律、法规、金融创新配套进行，循序不断推进的过程。

图 16 美国历时 13 年基本完成利率自由化

1973	1978	1980	1982	1986
- 取消90天以上，10万美元以上CD利率上限 - 取消1000万美元以上5年以上定期存款利率上限	准许存款机构引入不受支票存款不允许支付利息限制的货币市场存款账户	《放松对存款机构管制和货币控制法案》 - 以法律形式确定利率市场化，逐步取消Q条例	《高恩-圣杰曼存款机构法》 - 利率市场化提速	- 所有存款利率限制被取消 - 除汽车贷款外，所有贷款利率不受限制 - 利率市场化基本完成

资料来源：Wind，民生证券研究所

图 17 日本历时 19 年基本完成利率市场化

1975	1979	1984	1988	1993
废除日本银行对贷款利率的指导性限制	发行5亿日元的大额可转让定期存单CD，利率不受《临时利率调整法》的限制	- 降低CD受限金额至3亿日元 - 次年（1985年）降低至1亿日元，期限由3-6个月降低为1-3个月	- 降低CD受限额度至5000万日元 - 缩短受限期限至2周 - 贷款利率伴随基础利率的放开而逐渐市场化	- 定期存款利率市场化 - 截止1994年，除活期存款外，所有的存款利率均实现了市场化，改革基本完成

资料来源：Wind，民生证券研究所

从我国的现实来看，利率市场化由 1996-1997 年银行间同业拆借利率和债券回购利率起始，我国银行体系利率市场化的开端的逻辑起点则应为 2004 年扩大贷款利率浮动空间。由此算来，银行体系的利率市场化进程仅为 6 年。截至目前，我国存款下限和贷款上限已基本放开，真正会影响到银行净息差水平的存款上限和贷款下限仍受严格管制。

结合国际经验，我国银行业的利率市场化下一步宜从 CDs 或类似产品开始，根据期限匹配原则，逐步将存款上限和贷款下限价格放开。总体来说，我国利率市场化也是一个循序渐进的过程，不应一蹴而就。

（二）利率市场化影响息差最高 20%

利率市场化带来的首要影响是银行的净息差水平收窄，从而降低银行的净利息收入水平。虽然现阶段通胀的回落修正负利率水平在一定程度上减轻存款利率上升的压力。从净利差的变动来看在市场化推进初期，由于商业银行在资产、负债端竞争的外生压力和资金定价效率的内生性提高，存款利率将会出现较大幅度上升。

结合发达国家利率市场化的经验，在市场化会导致净息差下行 10-20%。我们预计我国商业银行息差在利率市场化之后将受到较大影响，具体来看存款端将增加 20bps，贷款端将损失 30bps。

从存款角度来看，我国现阶段银行负债端的实际成本在 2% 左右，其中存款的成本约为 1.8%，现阶段理财产品与存款的比重约为 10%，这一因素给市场化后存款端利率的上升影响为 20bps；

从贷款角度来看，利率市场化后贷款的真实成本将逐渐向已经由市场定价的债券成本靠拢，平均来看债券的发行票息率与银行利率之间差额约为 1.5%，考虑到债券市场对银行的替代，假定未来 20% 的贷款将按照债券市场定价，这一因素对银行利息收入的影响约为 30bps。

由此计算，利率市场化完成后将收窄息差约 50bps，以银行现阶段 2.6-3% 的净息差水平计算，影响为 17-19%，考虑到银行对利息收入进行的收益结构调整，这一影响将减弱为 10-19%。当前阶段，银行业净利息收入占比约为 80%，息差收窄所带来的净利息收入下降 10-19%，由此导致的收入下降约为 8-15%。以收入 1000 亿的银行为例，按照 25% 的所得税率和 40% 的成本收入比计算，不考虑利率市场化影响的情况下，其净利润为 450 亿左右，考虑利率市场化的影响，其净利润下降约为 70-125 亿，也就是 16-28%，

插图目录

图 1: 银行业利润占工业企业利润已近 30%.....	3
图 2: 上市银行占全体上市公司利润总额比重已达 45%	3
图 3: 财务费用占企业息税前利润比重 15.49%	4
图 4 世界最赚钱 25 家银行, 中国银行业独占 5 席.....	5
图 5 理财产品超过 1 年定期存款收益率的比重达 68%.....	7
图 6 贷款下浮和基准利率的比重大幅降低	7
图 7 利率上浮的贷款比重大幅上升.....	7
图 8 过去一年中实际贷款利率上升 24%	8
图 9 金融危机以来净息差水平已迅速恢复至金融危机前.....	8
图 10 行业自律的缺失导致券商佣金费用比率快速下降 (%)	9
图 11 银行风险扩散的影响大于证券行业.....	10
图 12 货币紧缩时推动利率市场化应与释放流动性政策相结合	11
图 13 货币宽松时推动利率市场化应与回收流动性政策相结合	11
图 14 存款保险制度建立了有效的风险防火墙.....	12
图 15 截止 2003 年全球已有 78 个国家建立存款保险制度	12
图 16 美国历时 13 年基本完成利率自由化	13
图 17 日本历时 19 年基本完成利率市场化	13

分析师简介

滕泰，经济学博士，先后毕业于复旦大学和上海社会科学院。曾在美国沃顿商学院做访问学者，人民大学、中央财经大学兼职教授，现任民生证券副总裁、首席经济学家，中国证券业协会分析师委员会副主任委员。主要研究领域为宏观经济、国际经济和财富战略等，代表著作有《财富的觉醒》、《新财富论》、《投资银行》等。

张琢，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士。2007 年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010 年 9 月加盟民生证券研究所。精于数据分析，拥有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

郝大明，宏观经济分析师。本科毕业于厦门大学统计学专业，硕士毕业于山东大学财政学专业，博士毕业于首都经济贸易大学劳动经济学专业。先在政府统计机构工作 9 年，有丰富的工业统计和 GDP 核算工作经验，后从事宏观经济研究预测工作 3 年。精于数据分析，擅长实证研究。2010 年加盟民生证券，主要从事经济增长和物价等主要宏观经济指标的跟踪预测，对宏观经济主要运行趋势有比较准确的把握。

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和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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com

李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyang@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深300指数涨幅20%以上
	谨慎推荐	相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深300指数下跌10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深300指数涨幅5%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深300指数下跌5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。