

本周货币市场利率分化，下周四千亿逆回购到期

2022年07月02日

➤ 下周（7月4日至7月8日）资金面关注因素：

- （1）逆回购到期 4000 亿元；
- （2）政府债净缴款 2591 亿元，低于本周政府债净缴款（6100 亿元）；
- （3）同业存单到期 2175 亿元，高于本周同业存单到期额（2029 亿元）。

➤ 本周（6月27日至7月1日）公开市场情况：

本周央行净投放 3000 亿元，其中，7 天期逆回购投放规模为 4000 亿，到期规模 1000 亿。下周 7 天期逆回购到期共计 4000 亿元。

➤ 本周货币市场利率变动：

本周（6月27日-7月1日）货币市场利率走势分化，DR001 利率下行 1.2bp 至 1.42%，DR007 下行 27.9bp 至 1.67%，R001 上行 0.6bp 至 1.50%，R007 下行 59.6bp 至 1.76%。1 月期 CD 利率下行 1.5bp 至 1.92%，3 月期 CD 利率上行 37.4bp 至 2.33%，6 月期 CD 利率上行 12.1bp 至 2.24%，9 月期 CD（股份行）利率上行 6bp 至 2.25%，1 年期 CD（股份行）利率下行 0.3bp 至 2.30%。

本周银行间质押式回购成交额日均为 52569 亿元，比上周减少 11203 亿元。其中，R001 日均成交额 43995 亿元，平均占比 83.7%；R007 日均成交 7779 亿元，平均占比 14.8%。

本周上交所新质押式国债回购日均成交额为 15134 亿元，比上周增加 1043 亿元，其中，GC001 日均成交额 12573 亿元，占比 83.1%，GC007 日均成交额 1694 亿元，占比 11.2%。

➤ 同业存单一级市场跟踪：

本周主要银行同业存单发行 2030 亿元，净融资 234 亿元，对比上周（主要银行同业存单发行 3863 亿元，净融资-1431 亿元），发行规模下降，净融资额上升。其中，股份行、1 年期存单发行占比最高，分别为 38%、31%；国有行、3 月期、AA 级存单的发行成功率最高，分别为 100%、79.3%、89%。

同业存单发行利率走势分化，城商行、3 月期发行利率升幅最大，分别上升 5bp、37bp。

主体发行利差方面，城商行与股份行发行利差上行 5bp 至 27bp；期限利差方面，1Y-3M 利差扩大 3bp 至 51bp。此外，股份行 1 年期存单与 R007 的利差上行 59bp 至 54bp，股份行 1 年期存单与 R001 的利差下行 0.9bp 至 80bp，“1Y CD - 1Y MLF”利差下行 2.5bp 至 -55bp。

➤ 同业存单二级市场跟踪：

同业存单收益率总体下行，1 月期、AA+ 等级、股份行同业存单的收益率降幅最大，分别下降 29bp、6bp、3bp。

主体利差方面，本周农商行与股份行利差扩大 3bp 至 6bp；期限利差方面，1Y 与 1M CD 的利差扩大 25bp 至 77bp；等级利差方面，AA（1Y）与 AAA（1Y）利差上行 3bp 至 26bp。此外，“1Y CD - 1Y MLF”利差下行 0.3bp 至 -55bp，“1Y CD - 10Y 国债”利差下行 3bp 至 -52bp。

➤ 风险提示：政策不确定性；基本面变化超预期。



分析师：谭逸鸣

执业证号：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

相关研究

- 1.流动性跟踪周报 20220625：本周货币市场利率走势分化，同业存单量价齐降
- 2.流动性跟踪周报 20220618：本周货币市场利率走势分化，存单收益率下行
- 3.流动性跟踪周报 20220612：本周货币市场利率走势分化，下周地方债发行放量
- 4.流动性跟踪周报 20220528：本周货币市场利率走势分化，同业存单量价齐降
- 5.流动性跟踪周报 20220521：本周货币市场利率走势分化

目录

1 下周资金面关注因素	3
2 超储情况跟踪	4
3 本周及下周公开市场操作情况	5
4 本周货币市场利率变动	6
5 同业存单周度跟踪	8
5.1 同业存单一级市场跟踪	8
5.1.1 同业存单发行和净融资	8
5.1.2 同业存单发行利率跟踪	8
5.1.3 同业存单发行利差跟踪	8
5.2 同业存单二级市场跟踪	11
5.2.1 同业存单收益率跟踪	11
5.2.2 同业存单收益率利差跟踪	11
6 风险提示	14
插图目录	15

1 下周资金面关注因素

下周（7月4日-7月8日）资金面主要关注因素有：

- （1）逆回购到期 4000 亿元；
- （2）政府债净缴款 2591 亿元，低于本周政府债净缴款（6100 亿元）；
- （3）同业存单到期 2175 亿元，高于本周同业存单到期额（2029 亿元）。

图 1：下周资金面主要关注因素（亿元）

单位：亿元		周一 7月4日	周二 7月5日	周三 7月6日	周四 7月7日	周五 7月8日	合计	
公开市场	逆回购到期	1000	1100	1000	800	100	到期4000亿	
	MLF/TMLF到期						到期0亿	
	国库定存到期						到期0亿	
政府债	国债发行			1700		300	发行2000亿	净发行2000亿
	地方债发行			625	708	392	发行1725亿	净发行667亿
	合计发行	0	0	2325	708	692	合计发行3725亿	合计净发行2667亿
	国债缴款	500			1700		缴款2200亿	净缴款2200亿
	地方债缴款	88	5	24	625	708	缴款1449亿	净缴款391亿
	合计缴款	588	5	24	2325	708	合计缴款3649亿	合计净缴款2591亿
同业存单	存单到期	162	140	412	666	795	到期2175亿	

资料来源：wind，民生证券研究院

注：本表为下周发行计划；下周到期规模含本周末（除调休日）到期数据；统计剔除储蓄国债。

2 超储情况跟踪

4-7月的月度超储率预测如下。其中季初超储率、4月、5月各科目数据均采用央行公布值，6月、7月各科目为预测值。

图 2：月度超储预测（亿元，%）

单位：亿元	4月	5月	6月	7月
季初超储	40369			
外汇环比	-176	-90	-100	-100
对其他存款性公司债权环比	-9188	-679	1197	-1256
减：M0环比	485	-80	-167	196
减：政府存款环比	1327	3084	-16400	4080
减：缴准	-1676	1978	3000	-2500
变动合计	-9500	-5752	14664	-3132
当月超储	30869	25117	39781	36649
超储基数	2373926	2400905	2442707	2440023
超储率	1.30%	1.05%	1.63%	1.50%

资料来源：wind，民生证券研究院预测，测算方法详见专题《如何高频跟踪超储率》与《展望7月，资金面怎么看》

5-6月周度超储影响因素变动预测如下。

图 3：周度超储跟踪（亿元）

单位：亿元	5.30-6.2	6.6-6.10	6.13-6.17	6.20-6.24	6.27-7.1
月初超储					
公开市场净投放	-100	0	0	500	3000
逆回购	-100	0	0	500	3000
MLF/TMLF	0	0	0	0	0
国库定存	0	0	0	0	0
减：财政收支差额	-932	-2325	-2325	-2325	-1860
减：政府债净缴款	2597	1370	5847	6103	4525
减：缴准	466	714	714	714	452
减：缴税	0	0	0	9132	0
变动合计	-2231	241	-4236	-13124	-118
其他因素					
留抵退税	860	1075	645		
结存利润上缴	320	400	240		
调整后变动	-1051	1716	-3351	-13124	-118

资料来源：wind，民生证券研究院预测，测算方法详见专题《如何高频跟踪超储率》与《技术性因素消退叠加政策发力，6月资金面怎么看》

3 本周及下周公开市场操作情况

本周(6月27日-7月1日),央行净投放3000亿元,其中,7天期逆回购投放规模为4000亿元,到期规模1000亿元。

下周(7月4日至7月8日),7天期逆回购到期合计4000亿元。

图4:近一个月公开市场情况

时间段	发行/到期	名称	发生日期	发行量(亿元)	利率(%)	利率变动(bp)	期限(天)
上上周(6.13-6.17)	投放	逆回购7D	2022-06-13	100	2.10	0.00	7
		逆回购7D	2022-06-14	100	2.10	0.00	7
		逆回购7D	2022-06-15	100	2.10	0.00	7
		MLF(投放)365D	2022-06-15	2000	2.85	0.00	365
		逆回购7D	2022-06-16	100	2.10	0.00	7
		逆回购7D	2022-06-17	100	2.10	0.00	7
	到期	逆回购7D	2022-06-13	100	2.10	0.00	7
		逆回购7D	2022-06-14	100	2.10	0.00	7
		逆回购7D	2022-06-15	100	2.10	0.00	7
		MLF(回笼)365D	2022-06-15	2000	2.95	0.00	365
		逆回购7D	2022-06-16	100	2.10	0.00	7
		逆回购7D	2022-06-17	100	2.10	0.00	7
			净投放		0		
	上周(6.20-6.24)	投放	逆回购7D	2022-06-20	100	2.10	0.00
逆回购7D			2022-06-21	100	2.10	0.00	7
逆回购7D			2022-06-22	100	2.10	0.00	7
逆回购7D			2022-06-23	100	2.10	0.00	7
逆回购7D			2022-06-24	600	2.10	0.00	7
逆回购7D			2022-06-20	100	2.10	0.00	7
到期		逆回购7D	2022-06-21	100	2.10	0.00	7
		逆回购7D	2022-06-22	100	2.10	0.00	7
		逆回购7D	2022-06-23	100	2.10	0.00	7
		逆回购7D	2022-06-24	100	2.10	0.00	7
		逆回购7D	2022-06-20	100	2.10	0.00	7
		逆回购7D	2022-06-21	100	2.10	0.00	7
			净投放		500		
本周(6.27-7.1)		投放	逆回购7D	2022-06-27	1000	2.10	0.00
	逆回购7D		2022-06-28	1100	2.10	0.00	7
	逆回购7D		2022-06-29	1000	2.10	0.00	7
	逆回购7D		2022-06-30	800	2.10	0.00	7
	逆回购7D		2022-07-01	100	2.10	0.00	7
	逆回购7D		2022-06-27	100	2.10	0.00	7
	到期	逆回购7D	2022-06-28	100	2.10	0.00	7
		逆回购7D	2022-06-29	100	2.10	0.00	7
		逆回购7D	2022-06-30	100	2.10	0.00	7
		逆回购7D	2022-06-30	100	2.10	0.00	7
		逆回购7D	2022-07-01	600	2.10	0.00	7
		逆回购7D	2022-06-27	100	2.10	0.00	7
			净投放		3000		
	下周(7.4-7.8)	到期	逆回购7D	2022-07-04	1000	2.10	0.00
逆回购7D			2022-07-05	1100	2.10	0.00	7
逆回购7D			2022-07-06	1000	2.10	0.00	7
逆回购7D			2022-07-07	800	2.10	0.00	7
逆回购7D			2022-07-07	800	2.10	0.00	7
逆回购7D			2022-07-08	100	2.10	0.00	7
		到期合计		4000			

资料来源:wind,民生证券研究院

4 本周货币市场利率变动

本周（7月4日-7月8日）货币市场利率走势分化：

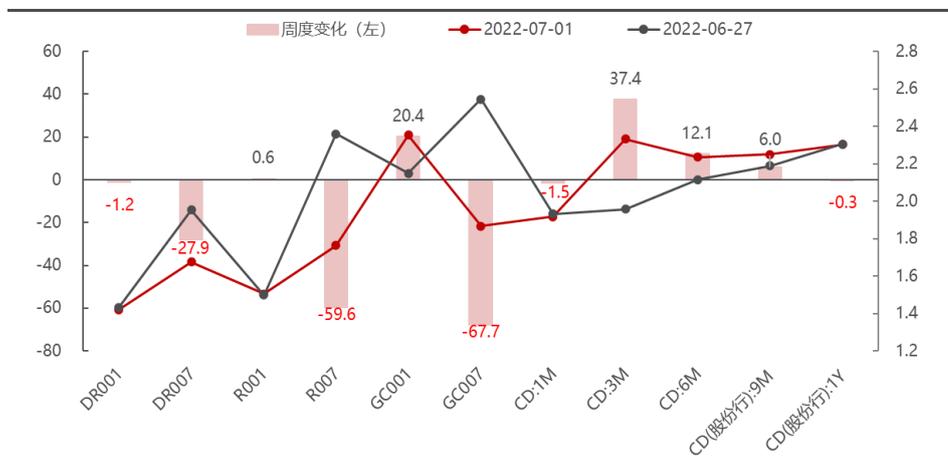
（1）DR001 利率下行 1.2bp 至 1.42%，DR007 下行 27.9bp 至 1.67%，R001 上行 0.6bp 至 1.50%，R007 下行 59.6bp 至 1.76%，GC001 上行 20.4bp 至 2.35%，GC007 下行 67.7bp 至 1.87%。

（2）同业存单发行利率走势分化 其中 1 月期 CD 利率下行 1.5bp 至 1.92%，3 月期 CD 利率上行 37.4bp 至 2.33%，6 月期 CD 利率上行 12.1bp 至 2.24%，9 月期 CD（股份行）利率上行 6bp 至 2.25%，1 年期 CD（股份行）利率下行 0.3bp 至 2.30%。

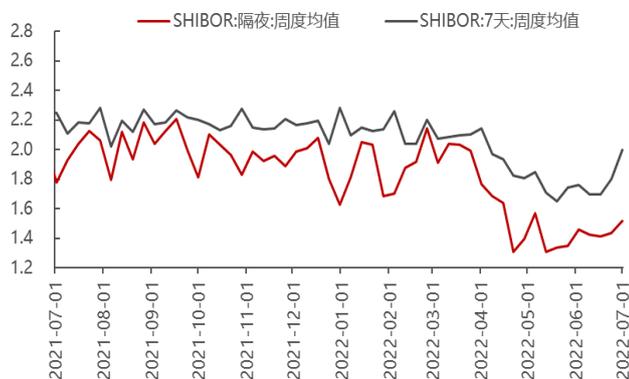
本周（6.27-7.1）银行间质押式回购成交额日均为 52569 亿元，比上周减少 11203 亿元。其中，R001 日均成交额 43995 亿元，平均占比 83.7%；R007 日均成交 7779 亿元，平均占比 14.8%。

本周上交所新质押式国债回购日均成交额为 15134 亿元，比上周增加 1043 亿元，其中，GC001 日均成交额 12573 亿元，占比 83.1%，GC007 日均成交额 1694 亿元，占比 11.2%。

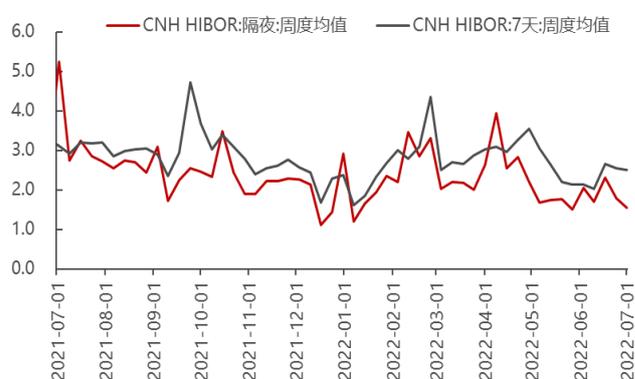
图 5：本周货币市场利率变动情况（BP，%）



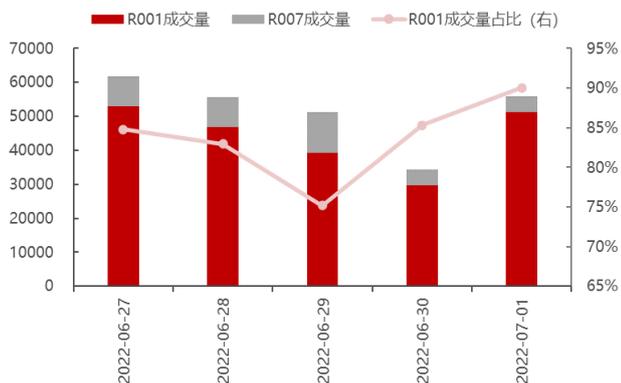
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：SHIBOR 隔夜及 7 天（周度均值）（%）


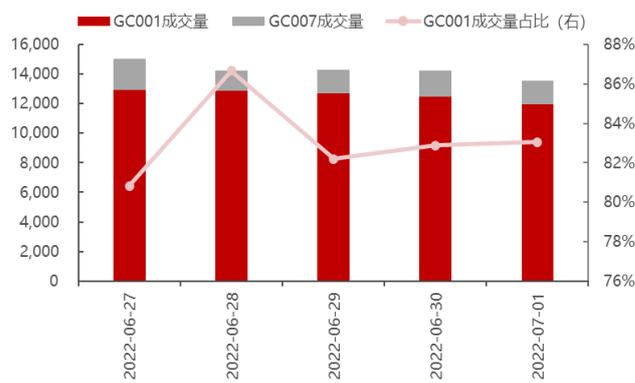
资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：CNH HIBOR 隔夜及 7 天（周度均值）（%）


资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：本周银行间质押式回购成交情况（亿元，%）


资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：本周上交所新质押式回购成交情况（亿元，%）


资料来源：wind，民生证券研究院

5 同业存单周度跟踪

5.1 同业存单一级市场跟踪

5.1.1 同业存单发行和净融资

本周主要银行同业存单发行 2030 亿元，净融资 234 亿元，对比上周（主要银行同业存单发行 3863 亿元，净融资-1431 亿元），**发行规模下降，净融资额上升。**

分主体来看，本周股份行的发行规模最大，国有行的净融资额最高。国有行、股份行、城商行、农商行分别发行 341 亿元、778 亿元、563 亿元、348 亿元，占比分别为 17%、38%、28%、17%，净融资额分别为 198 亿元、74 亿元、-189 亿元、151 亿元。

分期限看，本周 1 年期存单的发行规模最大，9 月期的净融资额最高。1M、3M、6M、9M、1Y 期限发行规模分别为 452 亿元、511 亿元、187 亿元、297 亿元、635 亿元，占比分别为 22%、25%、9%、14%、31%；净融资额分别为 186 亿元、-235 亿元、-252 亿元、273 亿元、262 亿元。

从发行成功率来看，本周国有行发行成功率最高，为 100%，股份行、城商行、农商行发行成功率分别为 89%、61%、93%；期限方面，**3 月期发行成功率最高为 79.3%**，1 月期、6 月期、9 月期、1 年期存单发行成功率分别为 73%、77%、78.9%、74%；**AA 级存单发行成功率最高为 89%**，AA+级和 AAA 级存单发行成功率分别为 70%、78%。

5.1.2 同业存单发行利率跟踪

从不同银行发行利率来看，本周各主体的发行利率走势分化。股份行、农商行本周利率分别下行 0.3bp、17bp 至 2.30%、2.46%，国有行利率保持不变，城商行上行 5bp 至 2.57%。

从不同期限的发行利率来看，本周各期限的发行利率走势分化，1 月期、1 年期 CD（股份行）利率分别下行 1bp、0.3bp 至 1.92%、2.30%；3 月期、6 月期、9 月期 CD（股份行）利率分别上行 37bp、12bp、6bp 至 2.33%、2.24%、2.25%。

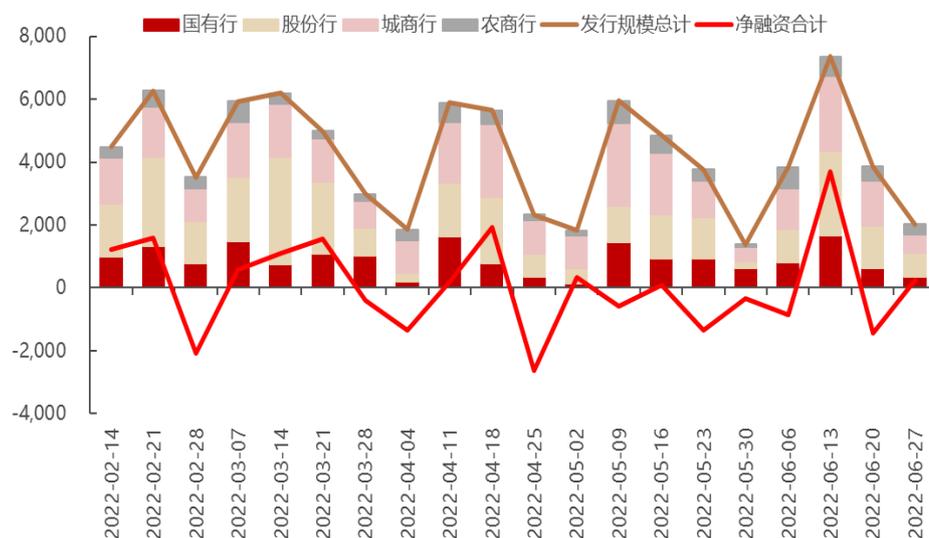
5.1.3 同业存单发行利差跟踪

本周城商行和股份行发行利差扩大，国有行与股份行发行利差上行 0.3bp 至 -2bp，城商行与股份行发行利差上行 5bp 至 27bp，农商行与股份行发行利差下行 17bp 至 15bp。

期限利差方面，1Y-1M 利差下行 2bp 至 58bp，1Y-3M 利差上行 3bp 至 51bp，1Y-6M 利差下行 2bp 至 32bp，1Y-9M 利差下行 6bp 至 5bp。

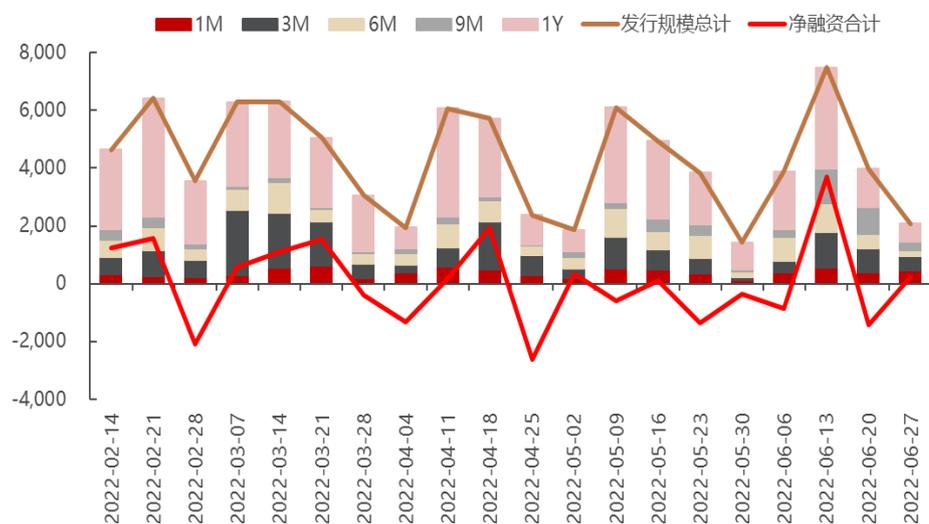
此外，1Y CD 与 R007 的利差上行 59bp 至 54bp，1Y CD 与 R001 的利差下行 0.9bp 至 80bp，“1Y CD - 1 年期 MLF” 利差下行 3bp 至 -55bp。

图 10：主要银行同业存单发行情况（亿元）



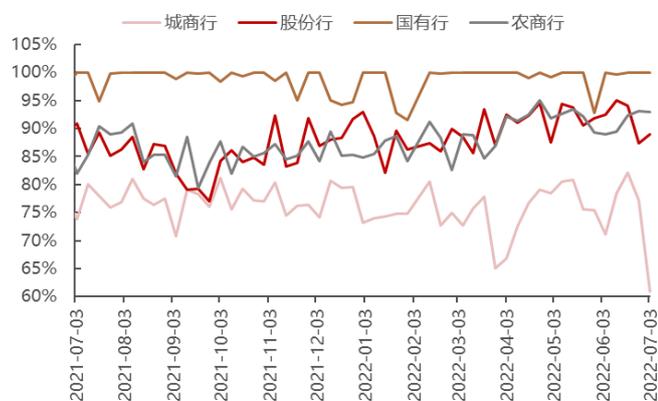
资料来源：wind，民生证券研究院注：横轴时间为每周周一。

图 11：不同期限同业存单发行情况（亿元）



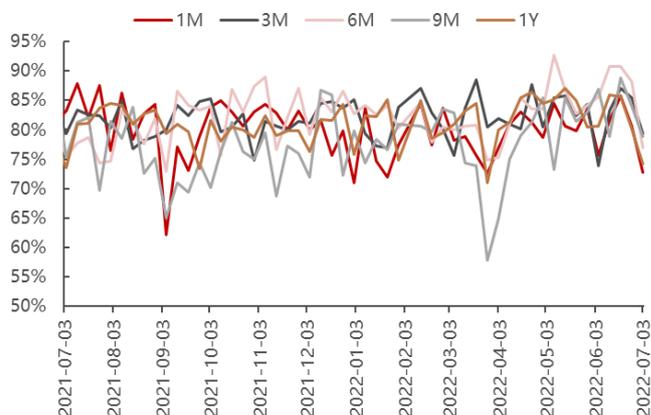
资料来源：wind，民生证券研究院。注：横轴时间为每周周一。

图 12：不同银行 CD 发行成功率（%）



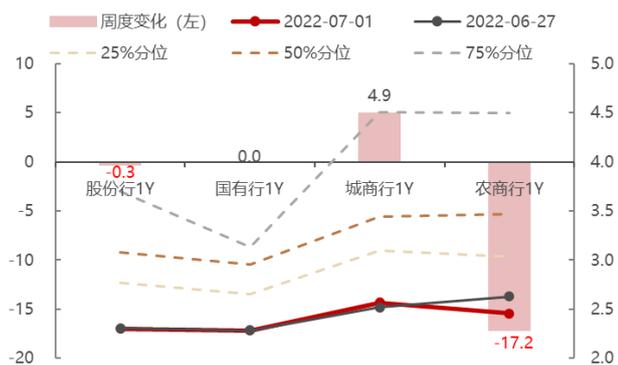
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：不同期限 CD 发行成功率（%）



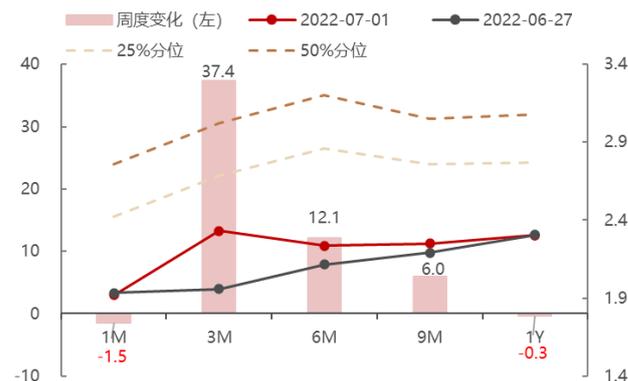
资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：不同银行 CD 发行利率一周变动（BP，%）



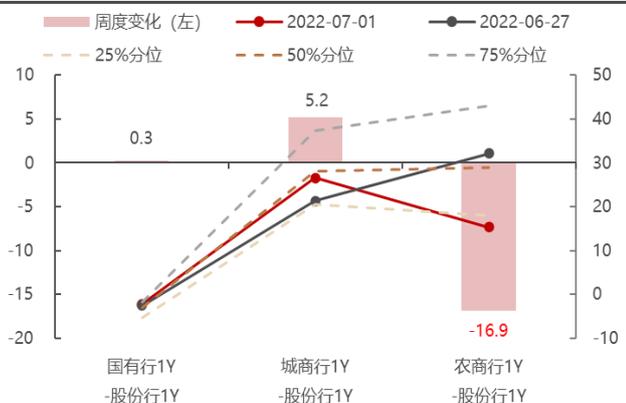
资料来源：wind，民生证券研究院

图 15：不同期限 CD 发行利率一周变动（BP，%）



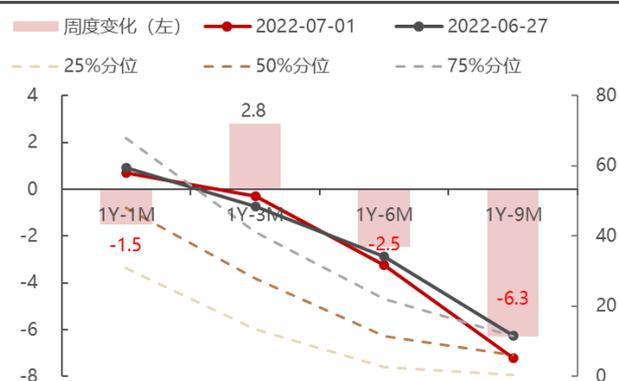
资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：主体发行利差一周变动（BP，BP）



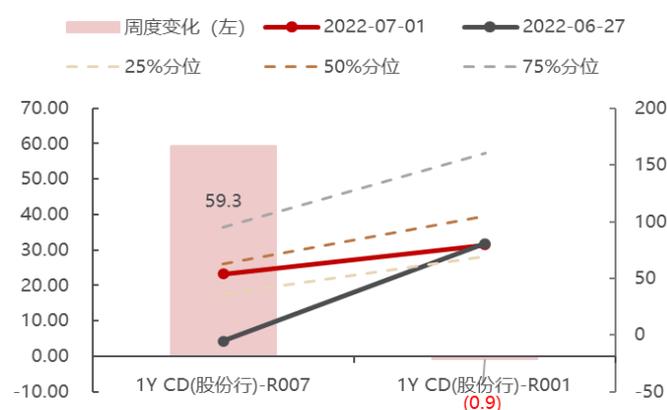
资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：期限发行利差一周变动（BP，BP）



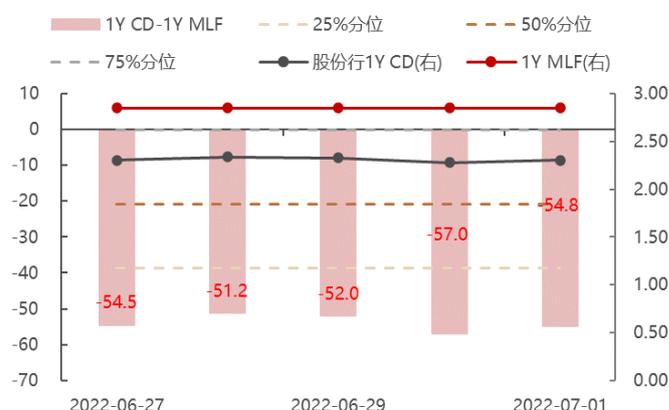
资料来源：wind，民生证券研究院

图 18：1Y CD 与资金利率发行利差（BP，BP）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：1Y CD 与 1Y MLF 发行利差（BP，%）



资料来源：wind，民生证券研究院

5.2 同业存单二级市场跟踪

5.2.1 同业存单收益率跟踪

本周（6月27日-7月1日），同业存单收益率整体下行。

分主体看，本周股份行存单的收益率降幅最大。股份行、国有行、农商行本周利率分别下行 3.4bp、2.0bp、0.8bp 至 2.31%、2.29%、2.36%。

分期限看，本周 1 月期存单的收益率降幅最大。1M、3M、1Y 期限收益率分别下降 29.5bp、17.0bp、4.0bp，达到 1.52%、1.64%、2.29%，6M、9M 期限收益率分别上行 4bp、3bp，达到 2.01%、2.25%。

分等级看，本周 AA+ 等级存单的收益率降幅最大。AAA、AA+、AA 等级存单的收益率分别下降 4bp、6bp、1bp 至 2.29%、2.35%、2.55%。

5.2.2 同业存单收益率利差跟踪

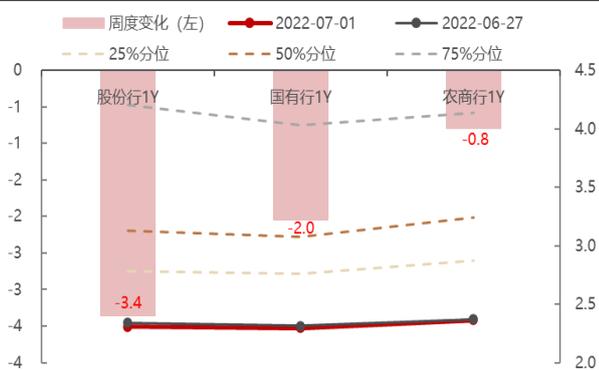
本周农商行与股份行存单利差扩大，国有行与股份行 1 年期存单利差上行 1bp 至 -1bp，农商行与股份行 1 年期存单利差上行 3bp 至 6bp。

1 年期与 1 月期存单利差扩大，1 年期与 1 月期存单利差上行 25bp 至 77bp，1 年期与 3 月期存单利差上行 13bp 至 65bp，1 年期与 6 月期存单利差下行 8bp 至 27bp，1 年期与 9 月期存单利差下行 7bp 至 4bp。

等级利差方面，AA+(1Y)-AAA(1Y)存单利差下行 2bp 至 6bp，AA(1Y)-AAA(1Y)存单利差上行 3bp 至 26bp。

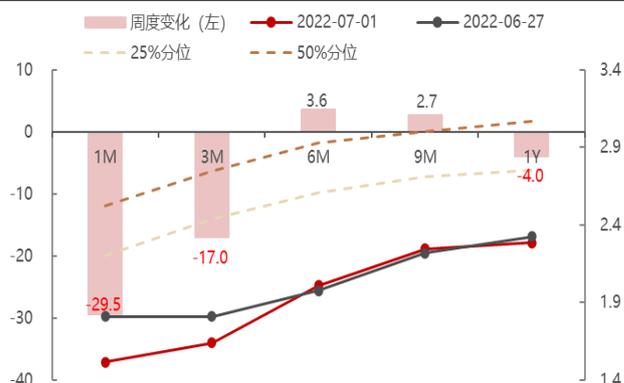
此外，“1Y CD - 1Y MLF”利差下行 0.3bp 至 -55bp，“1Y CD - 10Y 国债”利差下行 3bp 至 -52bp。

图 20：不同银行 CD 利率一周变动 (BP, %)



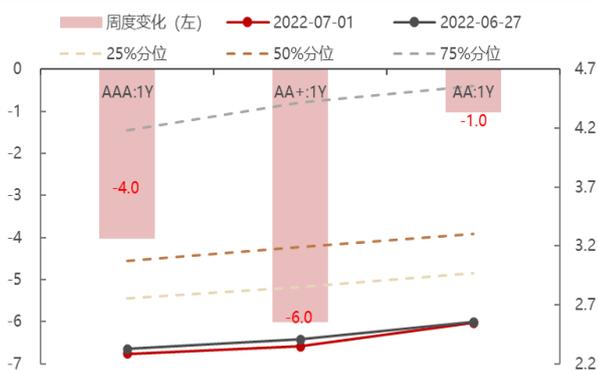
资料来源：wind，民生证券研究院

图 21：不同期限 CD 利率一周变动 (BP, %)



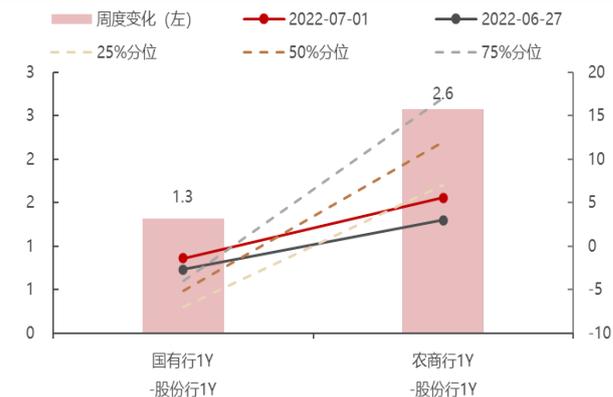
资料来源：wind，民生证券研究院

图 22：不同等级 CD 利率一周变动 (BP, %)



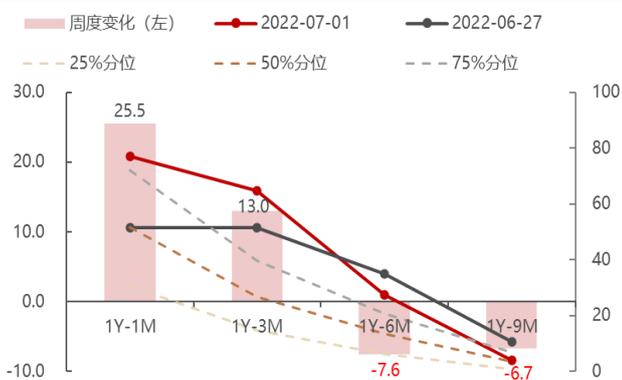
资料来源：wind，民生证券研究院

图 23：主体利差一周变动 (BP, BP)



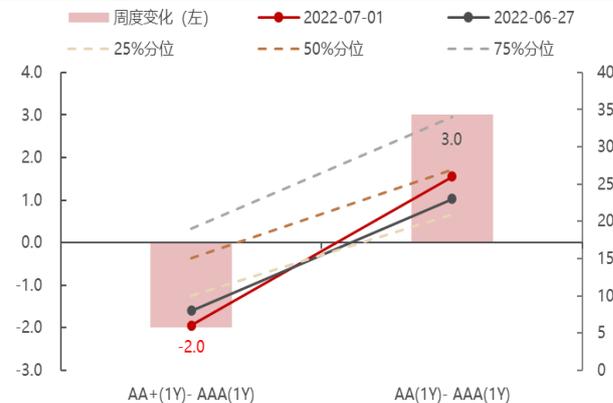
资料来源：wind，民生证券研究院

图 24：期限利差一周变动 (BP, BP)

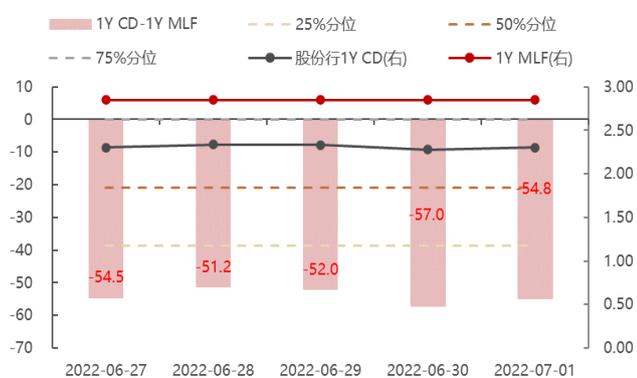


资料来源：wind，民生证券研究院

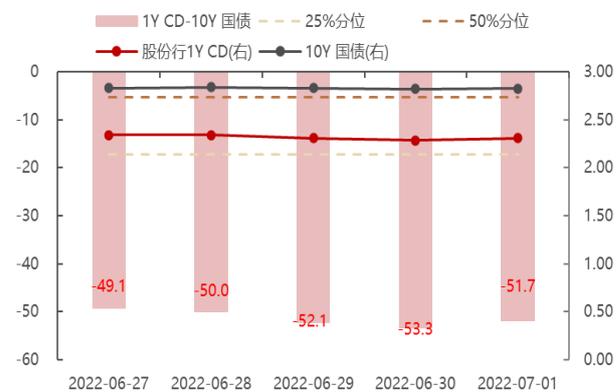
图 25：等级利差一周变动 (BP, BP)



资料来源：wind，民生证券研究院

图 26 : 1Y CD 与 1Y MLF 利差 (BP , %)


资料来源：wind，民生证券研究院

图 27 : 1Y CD 与 10Y 国债利差 (BP , %)


资料来源：wind，民生证券研究院

6 风险提示

- 1) **政策不确定性**：货币政策、财政政策可能超预期变化；
- 2) **基本面变化超预期**：疫情演变、经济基本面变化超预期。

插图目录

图 1：下周资金面主要关注因素（亿元）	3
图 2：月度超储预测（亿元，%）	4
图 3：周度超储跟踪（亿元）	4
图 4：近一个月公开市场情况	5
图 5：本周货币市场利率变动情况（BP，%）	6
图 6：SHIBOR 隔夜及 7 天（周度均值）（%）	7
图 7：CNH HIBOR 隔夜及 7 天（周度均值）（%）	7
图 8：本周银行间质押式回购成交情况（亿元，%）	7
图 9：本周上交所新质押式回购成交情况（亿元，%）	7
图 10：主要银行同业存单发行情况（亿元）	9
图 11：不同期限同业存单发行情况（亿元）	9
图 12：不同银行 CD 发行成功率（%）	10
图 13：不同期限 CD 发行成功率（%）	10
图 14：不同银行 CD 发行利率一周变动（BP，%）	10
图 15：不同期限 CD 发行利率一周变动（BP，%）	10
图 16：主体发行利差一周变动（BP，BP）	10
图 17：期限发行利差一周变动（BP，BP）	10
图 18：1Y CD 与资金利率发行利差（BP，BP）	11
图 19：1Y CD 与 1Y MLF 发行利差（BP，%）	11
图 20：不同银行 CD 利率一周变动（BP，%）	12
图 21：不同期限 CD 利率一周变动（BP，%）	12
图 22：不同等级 CD 利率一周变动（BP，%）	12
图 23：主体利差一周变动（BP，BP）	12
图 24：期限利差一周变动（BP，BP）	12
图 25：等级利差一周变动（BP，BP）	12
图 26：1Y CD 与 1Y MLF 利差（BP，%）	13
图 27：1Y CD 与 10Y 国债利差（BP，%）	13

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001