

央行降准概率提升 美国衰退会更快到来

宏观周观点 20220704

核心内容：

- **央行宽松时间拉长至3季度，降准可能要到来** 6月27日，央行行长易纲接受中国国际电视台（CGTN）的专访表示货币政策将继续从总量上发力以支持经济复苏。6月29日央行第二季度例会表示货币政策要：（1）发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能；（2）增强信贷总量增长的稳定性。总量上继续发力意味着我国货币政策调节暂时以数量型工具为主，即降准的可能性更大。MLF到期有可能通过一定程度降准来对冲。地方专项债额度将全部发行完毕，给与银行释放更多资本金是可选项。央行未来的货币政策节奏仍然要以经济增长（就业）以及物价运行为主。现阶段经济恢复性增长如果稍显缓慢，央行的货币宽松政策会持续较长时间。预计3季度货币政策持续宽松，经济温和回升。
- **核心PCE回落，衰退到来速度加快** 5月PCE数据略低于市场预期，核心PCE如期回落，稍微减轻了市场的担忧。当然，PCE的同比和环比增速均比4月份加快，整体依然处于高位。同日公布的消费数据也支持这一结论，实际个人消费支出环比陷入负增长（-0.4%）。美联储的紧缩、受通胀侵蚀的实际工资增速、即将耗尽的居民部门超额储蓄叠加上行的衰退预期可能已经开始打击消费支出。如果消费持续萎缩，通胀极可能更快回落，从而影响美联储加息的频次和力度。就业市场目前依然紧凑，上周失业金的初次和持续申领人数处于低位。总而言之，美国经济的疲态逐步显现，衰退概率继续上升，市场正在从通胀交易向衰退交易过渡。
- **国内流动性平稳，美元已经到达高位** 由于之前的降准和结构性工具释放了更多资金，国内流动性整体环境仍然较为宽松。美元指数较上周上行至105.12的高位，欧元区6月CPI超预期达到8.6%，欧央行内也传出7月应直接加息50bps的可能。鉴于美联储再超预期紧缩可能性较低、欧央行可能超预期加息、以及除日元以外的美元指数对标一揽子货币都开始加息，美元指数未来有望下行。
- **物价小幅上涨** 本周物价上涨，猪肉价格上涨较快，新一轮的猪周期开启，价格略高于历史水平。蔬菜方面，菜价明显上行，近期的雨水和闷热天气更易引发病虫害，保鲜和运输成本开始上行。
- **衰退交易带动能源价格下行** 国际油价下跌，虽然供给端限制仍在，但是通胀仍然不低，不仅美联储坚定紧缩，欧央行也有超预期加息的可能，全球经济衰退概率增大，大宗商品整体下行。**钢厂开工略微下滑，社会库存下行** 社会钢材库存下行，钢厂开工降低。社会库存下行不仅因为需求改善，也由于钢厂开工降低，房地产恢复慢导致供需减弱。热卷下行速度偏缓，制造业回暖速度仍受到疫情限制，但防控最严厉时刻已经过去，可以期待未来的好转。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：

于金潼

国家	日期	事件或数据
中国	7月7日(周四)	中国6月外汇储备(亿美元)
	7月4日(周一)	德国5月季调后贸易帐(亿欧元)、瑞士6月CPI年率(%)、欧元区7月Sentix投资者信心指数
	7月5日(周二)	英国6月Markit服务业PMI终值
欧洲	7月6日(周三)	欧元区5月零售销售月率(%)
	7月7日(周四)	德国5月季调后工业产出月率(%)、瑞士6月末季调失业率(%)
	7月8日(周五)	法国5月贸易帐(亿欧元)
美国	7月4日(周一)	---
	7月5日(周二)	美国5月工厂订单月率(%)、美国5月耐用品订单月率修正值(%)
	7月6日(周三)	美国6月ISM非制造业PMI、美国5月JOLTs职位空缺(万)
	7月7日(周四)	美国截至7月1日当周API、EIA原油库存变动(万桶)、美国截至7月2日当周初请失业金人数(万)、美国5月贸易帐(亿美元)
	7月8日(周五)	美国6月非农就业人口变动季调后(万)、美国6月失业率(%)、美国6月平均每小时工资年率(%)、美国5月批发库存月率终值(%)
其他	7月4日(周一)	澳大利亚5月投资者贷款值月率(%)
	7月8日(周五)	日本5月贸易余额-国际收支基点(亿日元)

目录

一、央行宽松时间拉长至3季度，降准可能要到来	3
二、PCE通胀未超预期，消费走弱，市场滑向衰退交易	3
三、国内流动性平稳，美元保持高位	5
四、猪肉和蔬菜进入价格上行阶段	7
五、大宗商品价格下跌，库存下行	8
(一) 衰退交易带动能源价格下行	8
(二) 钢厂开工略微下滑，社会库存下行	9

一、央行宽松时间拉长至3季度，降准可能要到来

6月27日，央行行长易纲接受中国国际电视台（CGTN）的专访。央行行长回答了包括金融支持绿色转型、绿色信息披露、绿色金融国际合作、货币政策等问题。易纲在谈到货币政策的时候说“受疫情和外部冲击等影响，中国经济面临一定下行压力。货币政策将继续从总量上发力以支持经济复苏”。

6月29日央行第二季度例会里面也表示，要加大“稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心…保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性”。

央行本周两次表述与前期基本相同，即货币政策要：（1）发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能；（2）增强信贷总量增长的稳定性。

现阶段我国货币政策总体表现宽松，货币市场利率处于低位，而央行强调货币政策从总量上继续发力意味着我国货币政策调节暂时以数量型工具为主，即降准的可能性更大。同时保持信贷总量稳定性，意味着后续政策层面将继续以再贷款、降准等方式支持实体经济，呈现出比较明确的延续性。

再贷款工具处于持续实施的状态。2022年4月以来，政策层面已先后推出4400亿元再贷款工具，包括2000亿元科技创新再贷款、1000亿元交通物流领域再贷款、1000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度以及400亿元普惠养老领域再贷款。

降准更有可能到来。2022年7月-12月，MLF到期规模累计达3.30万亿，有可能通过一定程度降准来对冲。本月地方专项债额度将全部发行完毕，随着储备项目的逐步释放、新项目的增多以及政府投资重要性的上升，给与银行释放更多资本金是可选项。

央行未来的货币政策节奏仍然要以经济增长（就业）以及物价运行为主。也就是说现阶段经济恢复性增长如果稍显缓慢，央行的货币宽松政策会持续较长时间。预计3季度货币政策持续宽松，经济温和回升。

二、PCE通胀未超预期，消费走弱，市场滑向衰退交易

美国经济分析局（BEA）周四公布了5月PCE相关数据，PCE通胀同比增速+6.35%，环比+0.60%；核心PCE通胀同比增速+4.69%，环比+0.36%。在5月CPI“惊吓”市场并迫使美联储加息75bps后，PCE数据略低于市场预期，核心PCE如期回落，稍微减轻了市场的担忧。当然，PCE的同比和环比增速均比4月份加快，整体依然处于高位，所以虽然美联储再超预期加息的可能不大，但是紧缩力度近期仍将保持。

图 1: PCE 通胀同比增速拆分 (%)

图 2: PCE 通胀环比增速拆分 (%)



资料来源: BEA, 中国银河证券研究院整理

资料来源: BEA, 中国银河证券研究院整理

从结构上来看,耐用品仍然为通胀下行贡献了主要力量,机动车和家具及家用设备的同比增速继续下滑,但机动车的环比增速出现了 1.13% 的上行;不过考虑到供应链的持续改善、同月美国车辆进口和生产的进一步上行以及居民储蓄的消耗,车辆涨价势头应该难以持续。

非耐用品中包含了受俄乌冲突影响最大的能源和食品饮料,同比增速分别为 50.65% 和 11.35%,对通胀贡献较大。5 月布油和 WTI 原油平均价为 110.99 和 109.47 美元/桶,而 6 月为 116.34 和 114.29 美元/桶,因此能源部分 6 月维持高增速已成定局。

服务项目的同比增速还在加快,住房与水电费一项由于统计滞后不出意料的拉动通胀上行了 1.06 个百分点,和我们预测的 1.00% 基本一致,成为能源后第二大通胀拉动项。居住成本比能源更值得担忧的原因在于其未 1 年内来稳步上行的确定性导致核心通胀粘性很大,关注该数据的美联储难以放缓加息速度。除了金融服务和保险增速显著回落外,其他服务项目增速仍然不慢,需求短期韧性尚在。

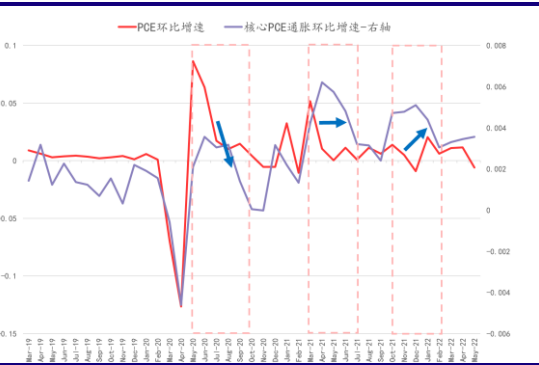
总体上, PCE 通胀表现不好不坏,能源食品则受美联储控制,整体粘性较强,但是 5 月消费支出的下行有望向价格传导,使未来的核心通胀更快走低,市场情绪可能因此有所改善。标普 500 指数在数据公布当日下行 0.88%,周五上涨 1.06% 收复失地;美国十年期国债则显著走低,周五从 3.018% 下行至 2.887%,一方面是不再再次超预期加息概率不大,5 月消费还迅速出现了萎缩,相关通胀可能比预期回落更快;另一方面衰退预期可能也有贡献。

图 3: 个人消费支出环比增速 (%)

环比增速 (季调)	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22
PCE	-0.60%	1.16%	1.10%	0.62%	2.04%
耐用品	-1.62%	1.24%	1.21%	0.26%	4.51%
机动车及零部件	-4.64%	4.23%	-1.03%	-1.18%	7.75%
家具和家用设备	-8.15%	8.79%	-3.11%	-4.57%	9.71%
娱乐商品和车辆	-1.82%	1.74%	0.18%	0.52%	7.36%
其他耐用品	-3.99%	1.70%	-0.43%	0.29%	7.35%
非耐用品	-1.81%	2.77%	0.77%	1.69%	4.36%
食品饮料 (非酒类)	0.12%	-0.41%	2.51%	1.11%	2.70%
服装鞋帽	0.11%	-0.83%	0.92%	-0.18%	3.24%
汽油、燃油,以及其他能源产品	-1.09%	2.00%	0.43%	0.23%	5.42%
其他非耐用品	4.90%	5.11%	16.11%	9.77%	-6.42%
服务	-1.03%	0.79%	0.49%	0.18%	4.12%
家庭服务消费	-0.05%	1.12%	1.05%	0.81%	0.77%
住房与水电费	-0.05%	0.91%	1.06%	0.78%	0.73%
交通运输	1.12%	0.96%	0.61%	-0.19%	1.83%
医疗护理	-0.34%	-0.38%	0.47%	0.63%	0.73%
娱乐	-0.04%	4.14%	3.60%	3.60%	-2.43%
餐饮服务	-0.70%	1.96%	1.83%	2.61%	-0.13%
金融服务和保险	0.33%	2.08%	1.85%	3.39%	-1.14%
其他服务	-2.64%	0.21%	0.51%	-0.02%	0.83%
对家庭服务之非营利机构最终消费支出	0.48%	1.38%	1.88%	0.05%	1.44%
非营利机构产出	-0.07%	5.34%	0.73%	1.33%	1.45%
减: 非营利机构商品和服务销售收入	-0.85%	1.11%	0.56%	0.84%	0.95%
减: 非营利机构商品和服务销售收入	-1.19%	-0.60%	0.49%	0.63%	0.75%

资料来源: BEA, 中国银河证券研究院整理

图 4: 消费向核心通胀的传导较快



资料来源: BEA, 中国银河证券研究院整理

同日公布的消费数据也支持这一结论，实际个人消费支出环比陷入负增长（-0.4%）。尽管个人消费支出的同比增速还有一定韧性，环比除了能源和居住项目外出现了全面下滑，耐用品支出由于车辆和娱乐商品的萎缩下行 4.64 个百分点，住房以外的服务消费也显著走低。美联储的紧缩、受通胀侵蚀的实际工资增速、即将耗尽的居民部门超额储蓄叠加上行的衰退预期可能已经开始打击消费支出，见效相当迅速。尽管本月消费的向下还没有传导到物价，从过往数据可以推测出核心通胀很可能在未来 2 个月内受影响而下行。因此，未来一段时间的消费表现值得持续关注，如果消费持续萎缩，通胀极可能更快回落，从而影响美联储加息的频次和力度。就业市场目前依然紧凑，上周失业金的初次和持续申领人数处于低位，但这消费下滑后这种火热程度也将难以维持。

总而言之，美国经济的疲态逐步显现，衰退概率继续上升，市场正在从通胀交易向衰退交易过渡。

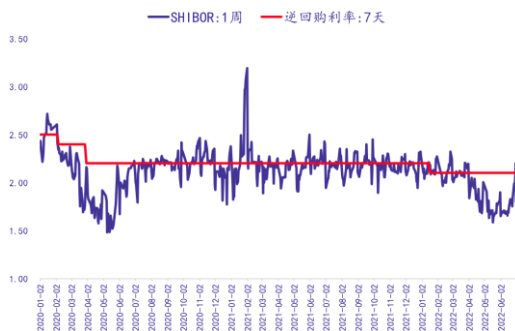
三、国内流动性平稳，美元保持高位

本周短期流动性平稳，公开市场投放 4050 亿元，回笼 1050 亿元，净投放 3000 亿元。由于之前的降准和结构性工具释放了更多资金，国内流动性整体环境仍然较为宽松；本周是月末，因此对流动性需求上升，Shibor 和 DR007 利率短暂超过逆回购利率，但在央行迅速提供流动性后迅速下行，依然明显低于 7 天逆回购利率。

7 月 1 日，SHIBOR 隔夜收于 1.4410%，比上周同期上行 0.60bps，7 天利率收于 1.6748%，比上周下行 12.30bps。存款类机构质押式回购 7 天加权利率收于 1.7980%，比上周下行 5.20bps。银行间质押式回购成交量 5.6916 万亿元。7 月 1 日 1 年期、3 年期、5 年期国债分别收于 2.0020%、2.4389% 和 2.6403%，分别比上周变化 -0.66bp、+5.95bps、+2.42bps，10 年期国债收益率收于 2.8124%，比上周上行 1.99bps。

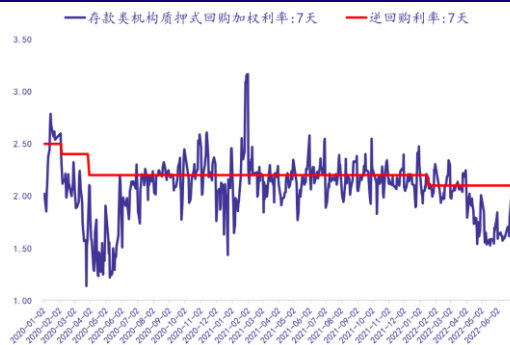
债券收益率小幅上行；稳增长前期已经为金融机构提供充裕流动性，负债端压力不大；流动性未来将保持充沛，结构性工具大概率是下半年主线，易纲行长周中表示货币政策将从“总量上”发力支持经济复苏，如果基本面恢复不及预期，总量政策仍有可能，期待资产端与需求的修复。美国 5 月 PCE 数据未超预期，核心通胀增速下行至 4.69%，紧缩担忧缓和，十年美债收益率回落至 2.8870%，两年期 2.8430%，中长端收益率依然全线高于中国国债，资金流出压力稍有缓和。

图 5: SHIBOR 利率 (%)



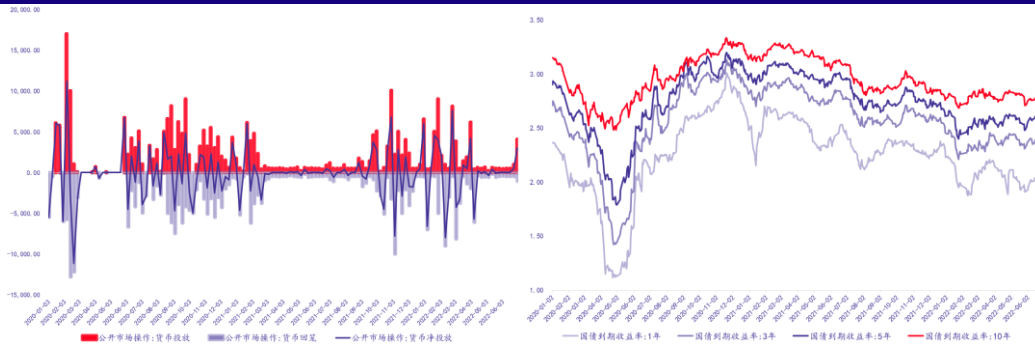
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6: DR007 利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

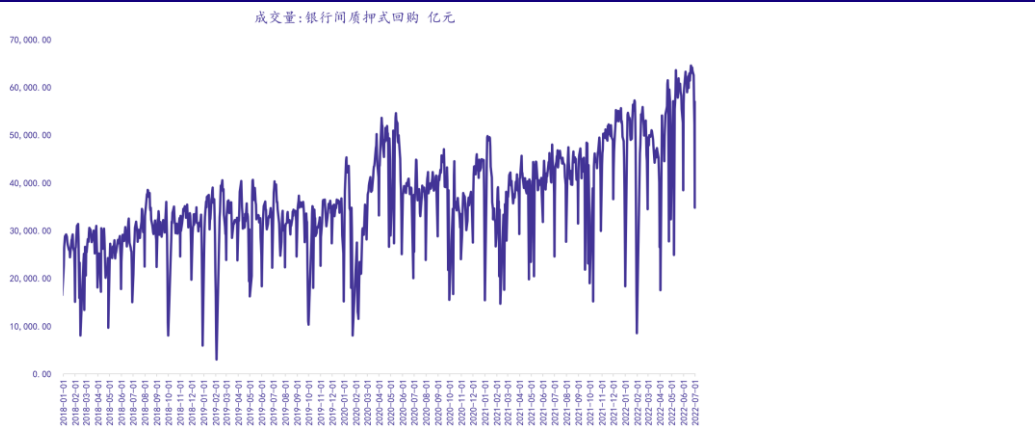
图 7：央行公开市场业务投放回笼周度统计（亿） 图 8：国债收益率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 9：银行间质押式回购成交量（亿）

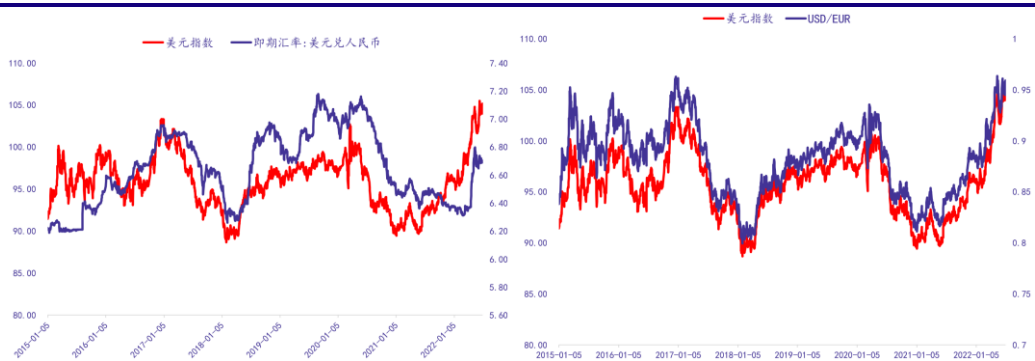


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

美元指数较上周上行至 105.12 的高位，美元兑人民币略微升值，美联储紧缩已经相当迅猛，中美央行流动性继续错位。PCE 通胀未超预期但仍在高位，短期美元流动性继续收紧，其他央行纷纷跟随加息。欧洲央行会议决定在 7 月停止资产购买计划中的净购买，并且加息 25bps，同时 9 月也会加息，缩表暂时不在考虑中，将推出 anti-fragmentation 工具支持南欧国家债券。不过欧元区 6 月 CPI 超预期达到 8.6%，欧央行内也传出 7 月应直接加息 50bps 的可能。鉴于美联储再超预期紧缩可能性较低、欧央行可能超预期加息、以及除日元以外的美元指数对标一揽子货币都开始加息，美元指数未来有望下行。

图 10：美元兑人民币（元）

图 11：欧元与美元指数（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

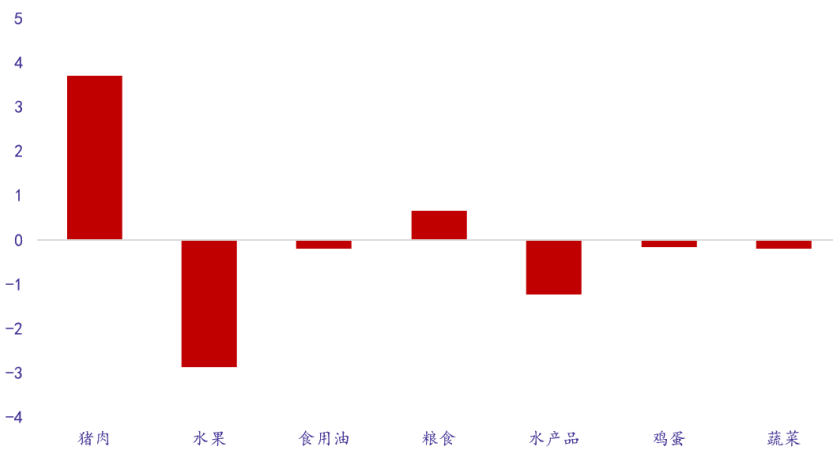
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、猪肉和蔬菜进入价格上行阶段

本周物价上涨，猪肉和蔬菜价格上。本周猪肉价格上涨较快，新一轮的猪周期开启，价格略高于历史水平。近期猪价上行导致看涨情绪较浓，养殖户和集团均开始控制出栏，加之本周雨水较多，屠宰企业采购难度加大，生猪和猪肉供给略有减少；能繁母猪整体仍在去化过程中，在4100万头正常保有量附近徘徊，暂时不能明显限制供给，同时猪肉消费随各地解封好转，需求上行后未来有补栏希望。猪价近期上行后，发改委于6月28日表态会加强生猪产能调控，防止大起大落。当前消费在恢复当中，价格预计上行时屠宰企业议价能力下降，对猪价更容易上行。综合来看，猪肉价格短期仍将保持震荡上扬，下半年带动通胀温和上行概率较大。

蔬菜方面，菜价明显上行，近期的雨水和闷热天气更易引发病虫害，保鲜和运输成本开始上行；产量方面，蔬菜生产向北转移，而寿光进入拔棚收棚期，南北产量都有所减少。上述因素将推动菜价从底部回升。下周主要产区高热持续，影响蔬菜的储存运输，价格指数有概率上行；按照历史经验来看，菜价将会从底部回升，但尚不会显著影响CPI。

图 12: 6月20日-6月26日物价变动 (%)



资料来源: 商务部, 中国银河证券研究院整理

图 13: 22省市猪肉价格 (元/公斤)

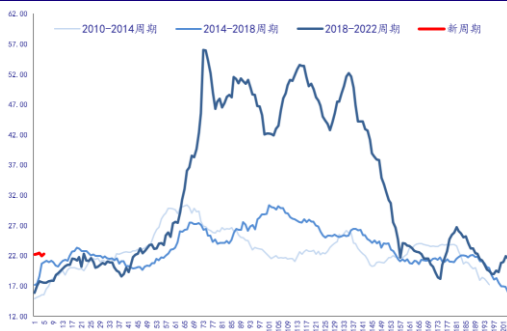
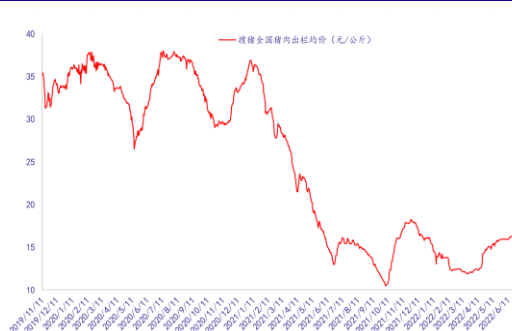


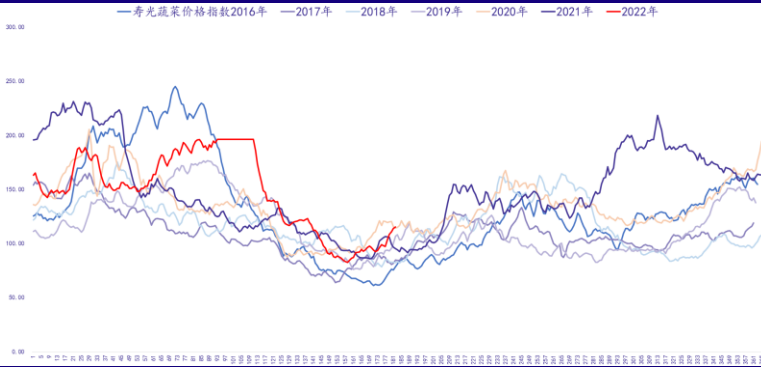
图 14: 搜猪网猪肉价格上涨 (元/公斤)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: 搜猪网, 中国银河证券研究院整理

图 15: 寿光蔬菜价格指数 (%)



资料来源: 寿光蔬菜网, 中国银河证券研究院整理

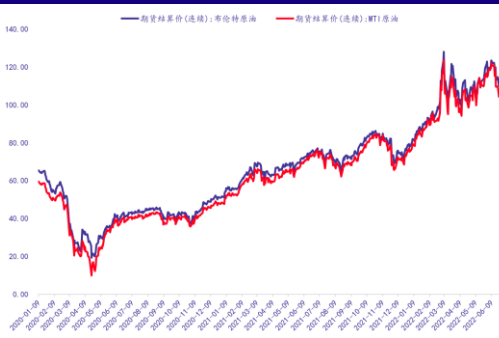
五、大宗商品价格下跌，库存下行

(一) 衰退交易带动能源价格下行

本周国际油价下跌，虽然供给端限制仍在，但是通胀仍然不低，不仅美联储坚定紧缩，欧央行也有超预期加息的可能，全球经济衰退概率增大，大宗商品整体下行。6月24日布伦特原油 111.63 美元/桶，WTI 原油 108.43 美元/桶，分别较上周下行 1.32% 和上涨 0.75%。山东地炼柴油价格下行 0.77 个百分点至 8171 元/吨，汽油价格下行 0.86 个百分点至 8988 元/吨。山东地炼开工率由上周的 68.49 上行至 69.41。

我国港口铁矿石库存下行，由上周的 12,571 万吨上行至 12,625 万吨，增加 54 万吨。铁矿石期货价格下跌，价格至 764 元/吨，较上周上行 2.48%。澳大利亚铁矿石至中国的周发货量 1509 万吨。

图 16: 原油价格 (美元/桶)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

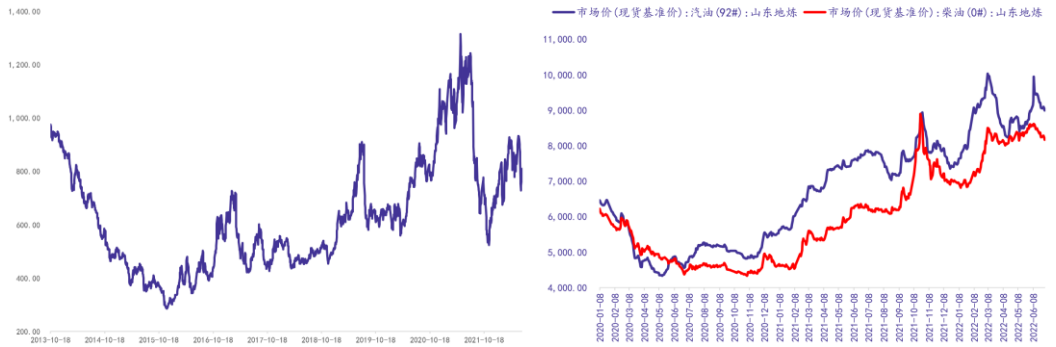
图 17: 煤炭期货价格 (吨/元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 18: 铁矿石价格 (元/吨)

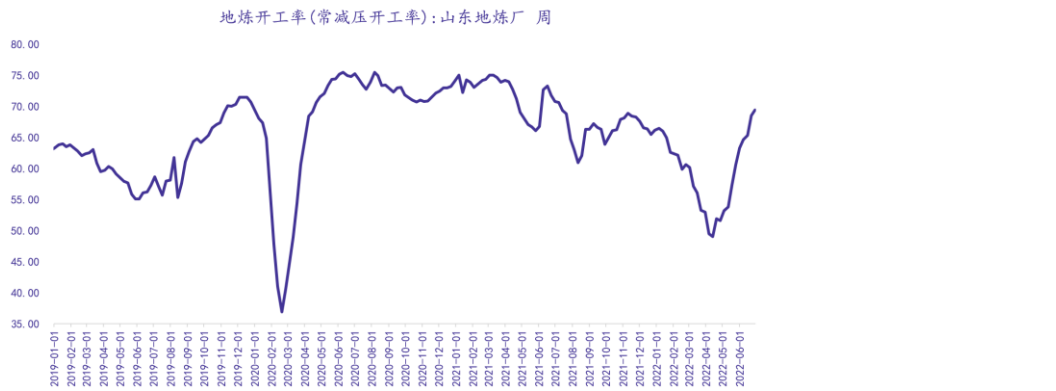
图 19: 山东地炼价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 20: 山东地炼开工率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 钢厂开工略微下滑, 社会库存下行

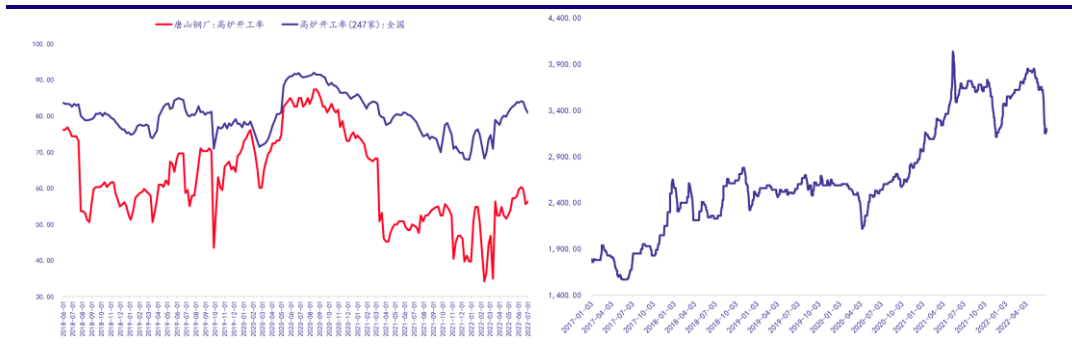
高炉开工率: 全国高炉开工率 80.79%, 比上周下行 1.13%, 唐山高炉开工率 56.35%, 比上周上行 0.79%。废钢价格上涨, 本周价格 3,200 元/吨。高炉开工率略微回落, 生产可能仍受需求端压制, 而钢铁价格上行; 随着各地生产正常化, 钢铁社会库存开始消化, 可能由于地产仍需要更长时间恢复, 当前需求改善较弱。

产品价格: 螺纹钢和热卷价格较上周上行。螺纹钢价格 4,265 元/吨, 上行 1.81 个百分点, 热卷价格为 4,311 元/吨, 上行 1.41 个百分点。煤炭价格下滑, 焦煤下行 1.41% 至 2,307 元/吨, 焦炭下行 0.20% 至 3,041 元/吨。动力煤价格下行 0.47 个百分点至 839.0 元/吨。能源价格整体回落, 保价稳供措施有效防止煤炭价格过快上行, 虽然夏季能源高峰到来, 但煤炭价格可能因为钢铁需求不强和全球衰退预期而下行。钢厂开工继续小幅下滑。

库存: 钢铁社会库存下行, 螺纹钢社会库存下行 28.41 万吨至 808.19 万吨, 热卷下行 3.12 万吨至 269.84 万吨。螺纹钢钢厂库存上行 18.64 万吨至 358.07 万吨, 线材钢厂库存上行 6.47 万吨至 105.32 万吨。社会钢材库存下行, 钢厂开工降低, 钢材钢厂库存上行; 社会库存下行不仅因为需求改善, 也由于钢厂开工降低, 房地产恢复慢导致供需爽弱。热卷下行速度偏缓, 制造业回暖速度仍受到疫情限制, 但防控最严厉时刻已经过去, 可以期待未来的好转。

图 21: 高炉开工率 (%)

图 22: 废钢价格 (元/吨)

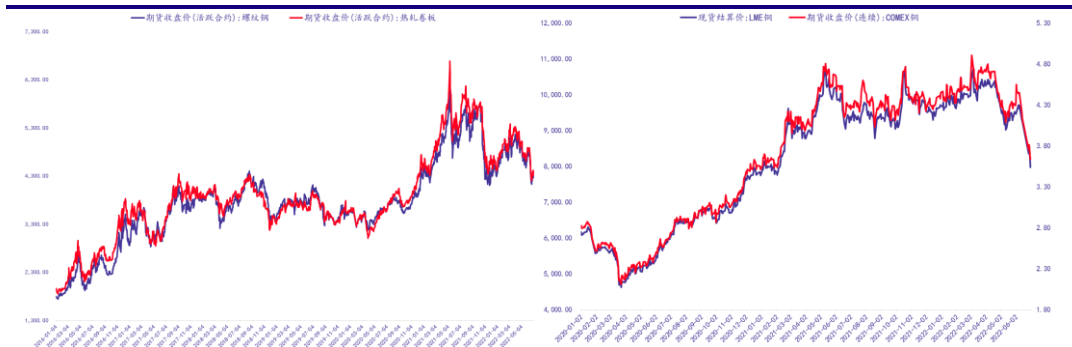


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 23: 螺纹钢和热卷价格 (元/吨)

图 24: 铜价格 (元/吨)

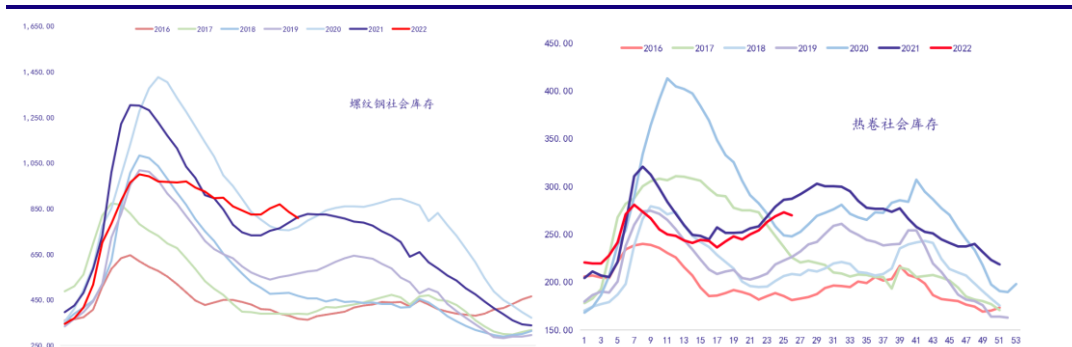


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 25: 螺纹钢社会库存 (万吨)

图 26: 热卷社会库存 (万吨)

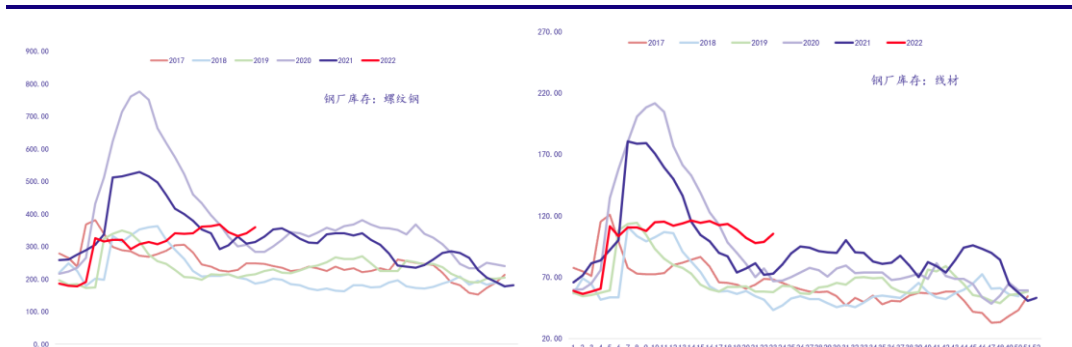


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 27: 钢厂螺纹钢库存 (万吨)

图 28: 钢厂线材库存 (万吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

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咨询建议，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而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出与其它本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn