

宏观周观点

2022年8月28日

货币市场利率继续走高 海外再燃通胀预期

宏观周观点 20220828

核心内容：

- **四川高温已过，高频数据稍有好转** 8月最后一周，影响四川近2个月的高温有望结束，四川生产回归正常。8月31日起，南方大部高温消退，高温过程基本结束。本周高频数据表现好于上周，但总体仍然处于低位，尤其是房地产销售并未回归常态。
- **国常会释放3000亿政策银行金融工具额度** 国务院总理李克强24日主持召开国务院常务会议，稳经济的主要举措包括：（1）增加3000亿元以上政策性开发性金融工具额度…（4）支持中央发电企业等发行2000亿元债券，再发放100亿元农资补贴。今年政策银行支持基建的信贷额度累计不低于1.4万亿元。7月经济数据全面下滑，反映复苏基础不牢，因此央行和政策性银行再次加码。
- **海外通胀预期再升温，美联储紧盯通胀** 本周能源价格再次上行，原油价格仍处于预期的博弈之中。天然气价格自7月份开始暴涨，其背后的重要原因之一就是欧盟各国都在竭力完成11月前储备达到储气能力80%以上的目标。高能源价格势必继续向通胀传导，迫使欧央行冒着碎片化风险迅猛加息，欧洲（特别是意大利）的经济基本面十分暗淡。本周意大利国债再遭狙击，10年收益率突破4.6%，投资者正赌注意大利再政局混乱、能源依赖和欧央行加息的组合下出现严重经济问题。
- **短期流动性收紧，汇率继续回落** 货币市场利率低于同期政策利率，但是8月15日央行缩量续作MLF之后，市场利率开始回升，本周五快速上行。货币市场利率上行使得投资者较为紧张，信用渠道不畅使得货币市场资金极度宽裕，央行是否能容忍资金在金融市场空转重新成为担忧。另外，发行更多债券以支持经济也影响了市场流动性。8月信贷可能好于7月份，但经济受到高温影响可能仍然较弱，房地产困境仍然在继续发酵，未来的经济不确定性仍然较强，债券收益率反弹可能是短暂的。美元指数继续上行，兑人民币继续升值。随着美元上行，人民币跟随贬值，美元走高给人民币带来压力。
- **猪肉蔬菜同时走高** 本周物价整体上行，蔬菜和猪肉继续走高。本周猪肉价格上涨，市场供给仍然不足。长江流域出现历史罕见的持续高温少雨天气，部分品种蔬菜供应量下降、价格上涨。
- **大宗商品价格回升，未来待观察** 本周美油价格势将震荡回升，但全球经济放缓的压力也骤增，油价整体依然陷入震荡整理的区间中。

社会钢材库存下行，钢厂开工提升，钢厂高生产带来了厂库上行。低库存下生产有所恢复，但是仍然受到房地产业低迷的制约，中国经济恢复在疫情扰动下也偏慢。

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	8月31日(周三)	中国8月官方制造业 PMI
	8月29日(周一)	----
	8月30日(周二)	欧元区8月经济景气指数、欧元区8月消费者信心指数终值、德国8月CPI年率初值(%)
欧洲	8月31日(周三)	法国第二季度GDP年率终值(%)、德国8月季调后失业率(%)、欧元区8月调和CPI年率-未季调初值(%)
	9月1日(周四)	德国7月实际零售销售月率(%)、瑞士8月CPI年率(%)、法国、德国、英国、欧元区8月Markit制造业PMI终值、欧元区7月失业率(%)
	9月2日(周五)	德国7月季调后贸易帐(亿欧元)
美国	8月29日(周一)	美国8月达拉斯联储制造业活动指数
	8月30日(周二)	美国8月谘商会消费者信心指数、美国7月JOLTs职位空缺(万)
	8月31日(周三)	截至8月26日当周API、EIA原油库存变动(万桶)、美国6月ADP就业人(万)(0831-0907)、美国8月芝加哥PMI
	9月1日(周四)	美国截至8月27日当周初请失业金人数(万)、美国8月挑战者企业裁员人数(万)、美国8月ISM制造业PMI
	9月2日(周五)	美国8月非农就业人口变动季调后(万)、美国8月劳动参与率(%)、美国8月失业率(%)、美国7月耐用品订单月率修正值(%)、美国7月工厂订单月率(%)
	其他	8月30日(周二)
	9月1日(周四)	俄罗斯8月Markit制造业PMI

目录

一、四川高温已过，高频数据稍有好转	3
二、国常会释放3000亿政策银行金融工具额度	3
三、海外通胀预期再升温，美联储紧盯通胀	5
四、短期流动性收紧，汇率继续回落	7
五、猪肉蔬菜同时走高	8
六、大宗商品价格回升，未来待观察	9
(一) 原油价格回升	9
(二) 钢铁厂库上行社库下滑，未来仍然需要确定需求恢复速度	11

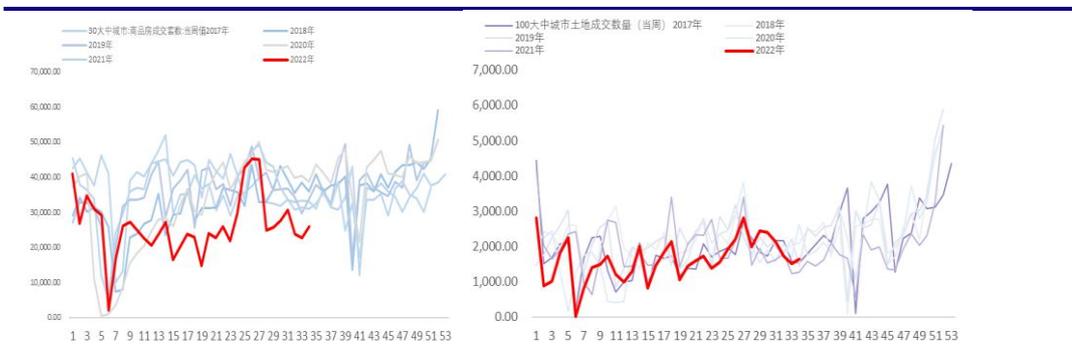
一、四川高温已过，高频数据稍有好转

8月最后一周，影响四川近2个月的高温有望结束，四川生产回归正常。中央气象台消息，8月29日之前四川盆地、江南等地的高温天气还将持续。8月26日起，四川盆地、江南地区高温范围有所减小、强度较前期减弱；受27日至30日西北地区东北、四川盆地的降雨过程影响，8月29日起四川盆地高温天气解除。8月31日起，南方大部高温消退，高温过程基本结束。

本周高频数据表现好于上周，但总体仍然处于低位，尤其是房地产销售并未回归常态。高频数据指标的变化并不意味着经济出现了持续好转，仍然需要观察后续变化。整体来说，受到疫情封控以及四川限电的影响，8月份经济可能略弱于7月份。

图 1：30 大中城市房地产成交（套）

图 2：100 大中城市土地成交数量（万平方米）



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

二、国常会释放 3000 亿政策银行金融工具额度

国务院总理李克强 24 日主持召开国务院常务会议，部署稳经济一揽子政策的接续政策措施，加力巩固经济恢复发展基础。

稳经济的主要举措包括：（1）增加 3000 亿元以上政策性开发性金融工具额度，依法用好 5000 多亿元专项债结存限额。持续释放贷款市场报价利率改革和传导效应，降低融资成本。（2）核准开工一批基础设施等项目，项目要有效益、保证质量，防止资金挪用。出台措施支持民营企业、平台经济发展。允许地方“一城一策”运用信贷等政策，合理支持刚性和改善性住房需求。为商务人员出入境提供便利。（3）对一批行政事业性收费缓缴一个季度。（4）是支持中央发电企业等发行 2000 亿元债券，再发放 100 亿元农资补贴。

今年 6 月 1 日的国常会上提出要调增政策性银行 8000 亿元信贷额度，其中国开行 4000 亿元、农发行 3000 亿元、进出口行 1000 亿元；而 6 月 29 日人民银行联合有关部门再次支持国家开发银行、中国农业发展银行通过金融债设立金融工具共 3000 亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金。本次政策性开发金融工具又增加了至少 3000 亿元，也就是说金融支持基建的信贷额度累计不低于 1.4 万亿元。按照 6 月 29 日国常会的表述，这些额度不仅能直接向特定重大项目注资，也可以配合专项债项目为资本金搭桥（包括 5000

多亿元专项债结存限额），可以撬动更大的资金量。8月20日农行透露其农发基础设施基金已达到900亿元投放目标，预计可拉动的总投资超万亿元；以此类推，这1.4万亿对稳定今年和未来一两年投资增速意义重大。

在信贷投放方面，央行在总量政策继续释放的基础上，结构性工具也更加完备。根据央行货币政策司的统计，截至今年上半年，各类结构性工具的额度累计达到4.58万亿元，其中支农支小额度2.4万亿元，利率2%；再贴现额度7000亿元，利率2%；2021年新增的碳减排支持工具和煤炭清洁高效利用再贷款额度1.1万亿，利率1.75%；今年新增科技创新、普惠养老和物流专项再贷款累计3400亿元，利率1.75%。央行和各政策性银行在中央指导下为支持经济稳定与恢复不断推出增量信贷，期望降低融资成本，打通信贷投放梗阻，支持新型基建、小微市场主体、绿色和其他重点领域的投资。

7月经济数据全面下滑，反映复苏基础不牢，因此央行和政策性银行再次加码。未来相关高频数据随着基建投资的持续落地和高热天气的过去可能会有所改善，如此也能提振市场预期，在继续降低融资成本的基础上改善居民和企业融资信心。

表格 1：央行结构性货币工具概况：

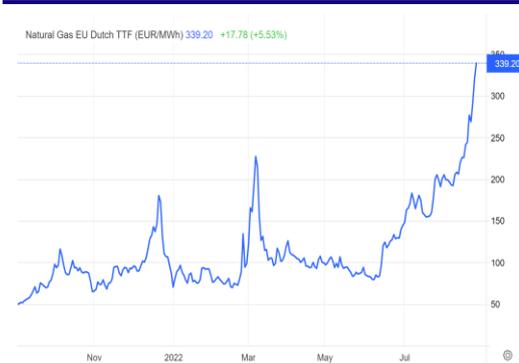
结构性货币工具	支持领域	发放对象	额度（亿元）	利率/激励比例	
长期性工具	支农再贷款	(1) 促进区域协调发展，引导10个省份地方法人金融机构运用好再贷款等工具增加对区域内涉农、小微和民营企业等经济发展薄弱环节的信贷投放 (2) 适时增加支农再贷款额度，加大对涉农主体支持力度	农商行、农合行、农信社、村镇银行	7,600	2%
	支小再贷款	(1) 引导地方法人金融机构运用支小再贷款等工具向受大宗商品涨价、疫情影响较大的小微企业和个体工商户发放贷款，降低融资成本 (2) 适时增加支小再贷款额度，加大对受疫情影响较大的住宿餐饮、批发零售、文化旅游等接触型服务业及其他有前景但受疫情影响暂时困难行业的支持力度	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	16,400	2%
	再贴现	(1) 重点用于支持扩大涉农、小微和民营企业融资	具有贴现资格的银行业金融机构	7,000	2%（6个月）
阶段性工具	普惠小微再贷款	(1) 2022年1月1日起，将两项直达实体经济的货币政策工具转换为支持小微企业的市场化工具，其中，“普惠小微企业贷款延期支持工具”转换为“普惠小微贷款支持工具”，人民银行对符合条件的地方法人银行发放的普惠小微贷款，按照余额增量的1%提供激励资金 (2) “普惠小微企业信用贷款支持计划”并入“支农支小再贷款”管理，原来用于支持普惠小微信用贷款的4000亿元再贷款额度可以滚动使用	地方法人金融机构	400	2%（激励）
	抵押补充贷款	(1) 主要服务于棚户区改造、地下管廊建设、重大水利工程、“走出去”等重点领域	开发银行、农发行、进出口银行	\	2.80%
	碳减排支持工具	(1) 2021年11月，人民银行推出碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，碳减排支持工具支持清洁能源、节能环保、碳减排技术三个重点减碳领域	21家全国性金融机构	8,000	1.75%
	支持煤炭清洁高效利用	(1) 2021年11月设立，总规模2000亿元。支持煤炭清洁高效利用专项再贷款支持煤的规模化清洁生产、清洁燃烧技术应用等七个煤炭清洁高效利用领域 (2) 增加1000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度，专门用于支持煤炭开发利用和增强煤炭储备能力 (3) 金融机构自主决策、自担风险向支持范围内符合标准的项目发放优惠贷款，贷款利率与发放时最近1次公布的同期限档次贷款市场报价利率大致持平，可根据企业信用状况下浮贷款利率	工农中建交、开发银行、进出口银行	3,000	1.75%
	科技创新再贷款	(1) 科技创新再贷款支持“高新技术企业”、“专精特新”中小企业、国家技术创新示范企业、制造业单项冠军企业等科技创新企业 (2) “先贷后借”，科技创新再贷款的支持比例为60%，利率为1.75%	21家全国性金融机构	2,000	1.75%
	普惠养老专项再贷款	(1) 普惠养老专项再贷款支持符合条件的普惠养老机构，初期选择浙江、江苏、河南、河北、江西等五个省份开展试点 (2) “先贷后借”，普惠养老专项再贷款的支持比例为100%，利率为1.75% (3) 金融机构按市场化原则向符合条件的普惠养老机构发放优惠利率贷款，贷款利率与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平	工农中建交、开发银行、进出口银行	400	1.75%
	交通物流专项再贷款	(1) 汽车央企发放的900亿元货车贷款，要银企联动延期还本付息，对合格银行支持央企货车贷款延期的，我们将纳入1000亿元的交通物流再贷款支持范围	工农中建交、邮储、农发行	1,000	1.75%

资料来源：央行货币政策司、央行货币政策执行报告和发布会等，中国银河证券研究院整理

三、海外通胀预期再升温，美联储紧盯通胀

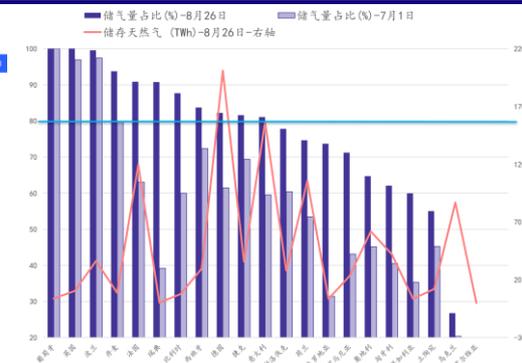
本周能源价格再次上行，布油涨 4.41% 收 100.00，WTI 原油涨 2.52% 收 93.06%。原油价格仍处于预期的博弈之中：一方面，伊朗核协定的沟通正在稳步进行，伊朗官员称近期有良好进展，伊朗有望于 2023 年 3 月将石油产能从每日 380 万桶提升至 400 万桶；不过根据标准普尔普拉特 (Platt) 的分析¹，伊朗离原油相关协定还有相当距离，短期可能无力缓解紧张的原油供给，其 4-7 月份日均产量仅 258 万桶，预计每天 80 万桶的出口量不会增加。另一方面，沙特阿拉伯能源大臣像彭博社透露 OPEC+ 可能在油价继续下跌的情况下考虑减产；他警告称原油期货市场价格波动性极大且缺乏流动性，目前油价有些脱离供给极度紧张的基本面，因此 OPEC+ 可能会减产以应对市场失灵。不仅供给扑朔迷离，需求格局也不清楚。本周五，美联储主席鲍威尔展现了强硬的紧缩态度，这将会加大和加快美国衰退的可能性，但同时经济数据显示美国经济虽然下滑但仍相当强劲，投资偏弱下消费仍有动力。油价的反复迫使紧盯通胀的全球央行们保持高度紧张，紧缩预期难以缓和。

图 3：荷兰 TTF 天然气价格飙升（欧元/MWh）



资料来源：TTF，中国银河证券研究院整理

图 4：欧洲各国储气比 6-7 月水平大幅上升



资料来源：GIE，中国银河证券研究院整理

天然气价格自 7 月份开始暴涨，其背后的重要原因之一就是欧盟各国都在竭力完成 11 月前储备达到储气能力 80% 以上的目标²，而受俄罗斯影响极大的德国致力于达到 95% 左右。几乎所有欧洲国家都在过去两个月大肆采购天然气以应对今年的冬天，北溪 1 号的输气情况让相关国家充满忧虑。这种集中采购的代价是巨大的，预估今年冬天的天然气能耗花费（用 TTF 代替北溪）为 500 亿欧元（510 亿美元），是往常平均耗资的 10 倍之多³。

从完成情况上看，葡萄牙、英国、丹麦、波兰、法国、瑞典、比利时、西班牙、德国、捷克和意大利目前都已经达到 80% 的目标，但德国还将继续大规模购气。8 月 26 日欧洲总储气量 878.97KWh，基本接近 2018-2021 的 4 年平均值 890KWh 左右的水平。总体上，四季

1 Iran targets oil output capacity boost as nuclear deal talks make 'good progress' | S&P Global Commodity Insights (spglobal.com)

2 How much of Europe's gas storage is filled (reuters.com)

3 European gas storage on track to meet target but at a cost | Reuters

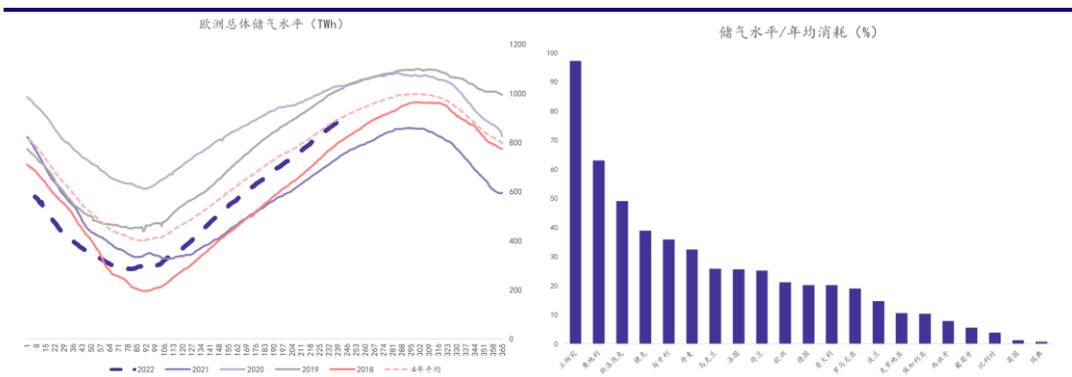
度对天然气的需求可能会在这轮集中采购之后有所缓解，天然气价格有望阶段性下降，但降幅在俄罗斯方面的压力下降幅可能相当有限。

尽管接近储气目标，欧洲能源压力依然巨大。如果俄罗斯近期彻底切断北溪1号供气，那么向德国等依赖度高的国家基本不可能将天然气储蓄满。同时，UBS 估计欧盟天然气储量约 788.1 亿立方米，如果今年冬天想不进行能源配额还摆脱俄罗斯，那么还需要约 250 亿立方米。GIE 估算显示欧盟大多重要国家的储气与年均消耗之比目前低于 30%，四季度还是面临不小的压力。

高能源价格势必继续向通胀传导，迫使欧央行冒着碎片化风险迅猛加息，欧洲（特别是意大利）的经济基本面十分暗淡。本周意大利国债再遭狙击，10 年收益率突破 4.6%，投资者正赌注意大利在政局混乱、能源依赖和欧央行加息的组合下出现严重经济问题。能源问题仍是通胀的核心因素。

图 5：欧洲储气总水平接近均值 (TWh)

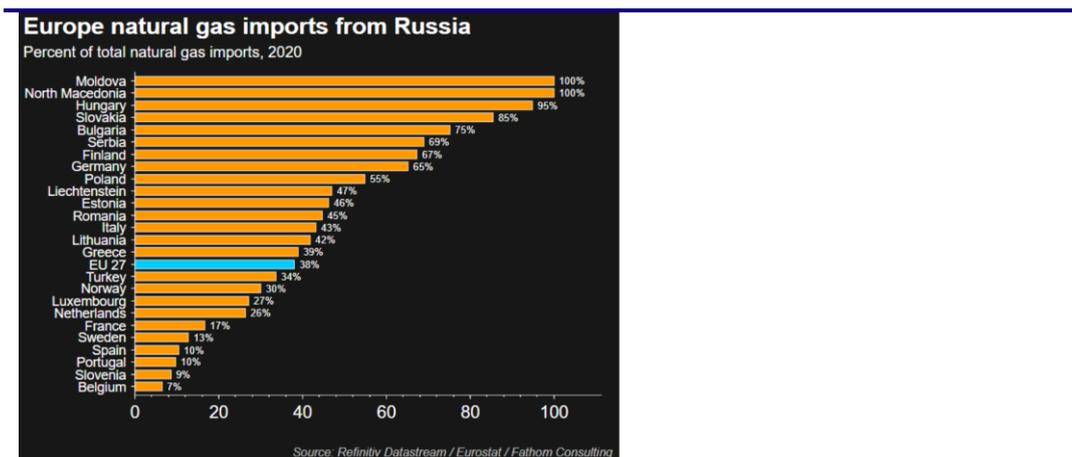
图 6：欧洲各国储气/年均消耗 (%)



资料来源：GIE，中国银河证券研究院整理

资料来源：GIE，中国银河证券研究院整理

图 7：欧洲各国 2020 年从俄罗斯进口天然气比例 (%)



资料来源：Reuters，中国银河证券研究院整理

四、短期流动性收紧，汇率继续回落

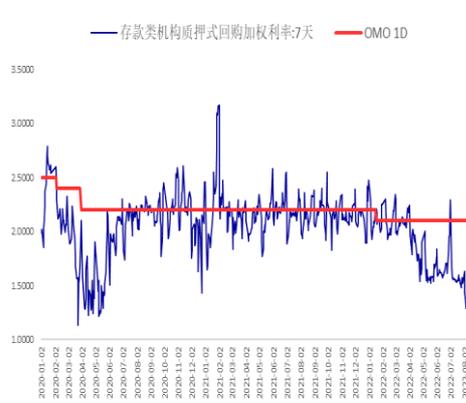
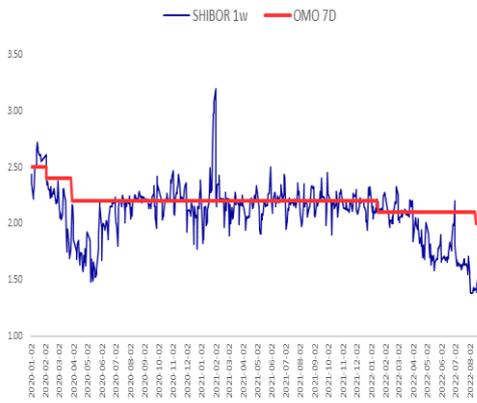
本周短期流动性相对宽裕，但是货币市场利率在上行。本周公开市场投放 100 亿元，回笼 100 亿元，净投放 0 亿元。货币市场利率低于同期政策利率，但是 8 月 15 日央行缩量续作 MLF 之后，市场利率开始回升，本周五快速上行。货币市场利率上行使得投资者较为紧张，信用渠道不畅使得货币市场资金极度宽裕，央行是否能容忍资金在金融市场空转重新成为担忧。另外，发行更多债券以支持经济也影响了市场流动性。8 月信贷可能好于 7 月份，但经济受到高温影响可能仍然较弱，房地产困境仍然在继续发酵，未来的经济不确定性仍然较强，债券收益率反弹可能是短暂的。

8 月 26 日,SHIBOR 隔夜收于 1.2580%，比上周同期上行 4.7bps,7 天利率收于 1.7450%，比上周上行 23.6bps。存款类机构质押式回购 7 天加权利率收于 1.4512%，比上周上行 3.19bps。8 月 26 日 1 年期、3 年期、5 年期国债分别收于 1.7922%、2.2629%和 2.4433%分别比上周变化 6.7bps、3.5bps、7.2bps，10 年期国债收益率收于 2.6430%，比上周上行 5.5bps。

债券收益率小幅上行，国常会发布新的发债计划使得市场投资者对于债券供给增加担忧加剧，货币市场流动性有了小幅的变化。在经济没有明确好转的情况下，货币市场大概率仍然保持宽松，通胀并不成为问题，债券市场仍然保持多头。

图 8：SHIBOR1W 利率 (%)

图 9：DR007 利率 (%)



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 10：央行公开市场业务投放回笼周度统计 (亿) 图 11：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

美元指数继续上行,兑人民币继续升值。美联储 8 月 FOMC 显示其比市场预期更加鹰派,加息到限制区间后可能会维持一段时间控制通胀,紧缩预期回升下美元指数走强。随着美元上行,人民币跟随贬值,美元走高给人民币带来压力。本周美元指数上行 0.69%至 108.8564,美元兑人民币贬值 0.78%至 6.8621 元。

图 12: 美元兑人民币 (元)

图 13: 欧元与美元指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

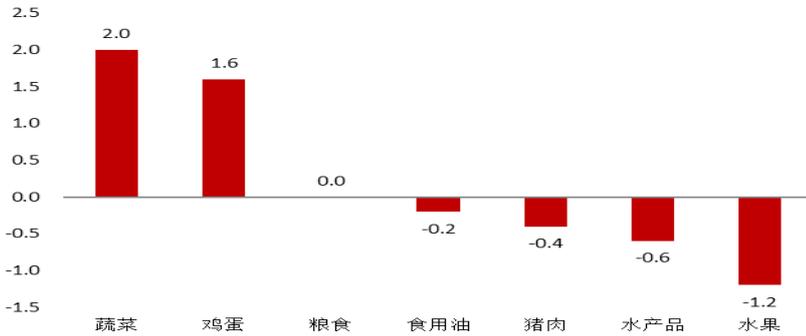
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、猪肉蔬菜同时走高

本周物价整体上行,蔬菜和猪肉继续走高。本周猪肉价格上涨,从市场反馈看,市场供给仍然不足,但消费也较为低迷。能繁母猪 7 月增加至 4,298 万头,中长期供给充足,但产能转化需要时间。综合来看,猪价此前的高增速不会持续,价格也难以上行到到 2019 年猪瘟时期的水平,下半年带动通胀温和上行概率较大。

本周菜价继续上涨。长江流域出现历史罕见的持续高温少雨天气,部分地区农业干旱和高温热害叠加,导致受旱地区、部分品种蔬菜供应量下降、价格上涨,同时长江流域部分秋播蔬菜育苗移栽时间推迟 10 天以上,对秋冬季节蔬菜保供稳价带来风险挑战。

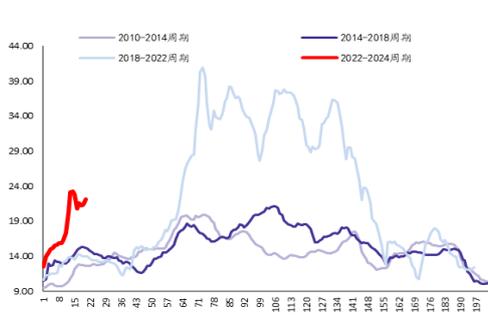
图 14: 商务部统计 8 月 15 日-21 日物价变动 (%)



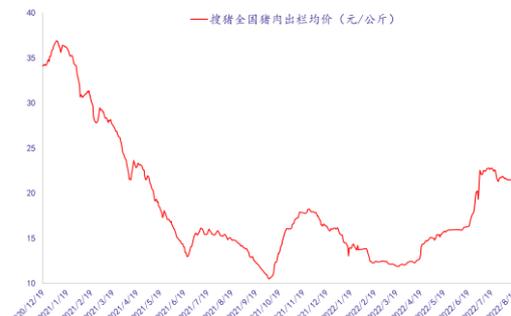
资料来源：商务部，中国银河证券研究院整理

图 15：22 省市猪肉价格（元/公斤）

图 16：搜猪网猪肉价格上涨（元/公斤）

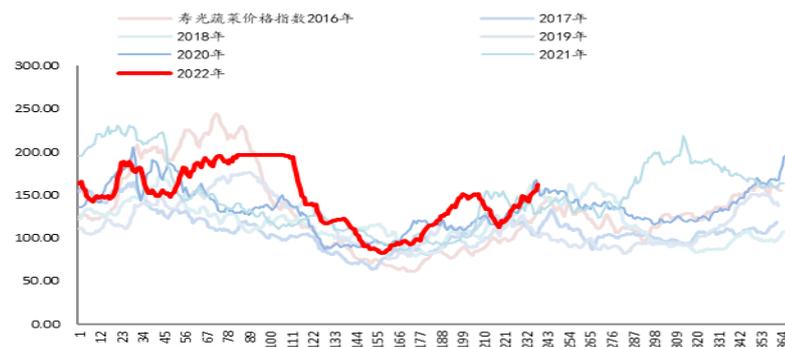


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



资料来源：搜猪网，中国银河证券研究院整理

图 17：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

六、大宗商品价格回升，未来待观察

（一）原油价格回升

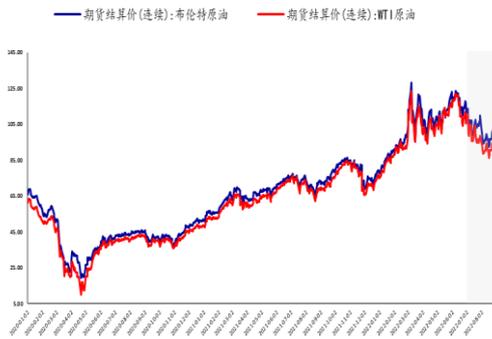
本周美油价格势将震荡回升。OPEC+组织稳定市场提振油价，该组织7月减产执行率达到546%，高于6月份的320%。此外，俄罗斯原油供给的担忧情绪也支持油价回升。但是，

全球经济放缓的压力骤增，伊朗也有可能重新进入原油市场，美联储鹰派基调支持美元，也施压油价。油价整体依然陷入，震荡整理的区间中。8月26日布伦特原油100.99美元/桶，WTI原油93.06美元/桶，分别较上周上行4.41%和2.52%。山东地炼开工率由上周的65.2小幅回落至62.2。

我国港口铁矿石库存下行，由上周的13,888万吨至13,815万吨，减少72万吨。铁矿石期货价格上行，价格至793元/吨，较上周上行4.47%。

图 18: 原油价格 (美元/桶)

图 19: 煤炭期货价格 (吨/元)



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: 铁矿石价格 (元/吨)

图 21: 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 22: 山东地炼开工率 (%)

图 23: 铜价格变动



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

(二) 钢铁厂库上行社库下滑，未来仍然需要确定需求恢复速度

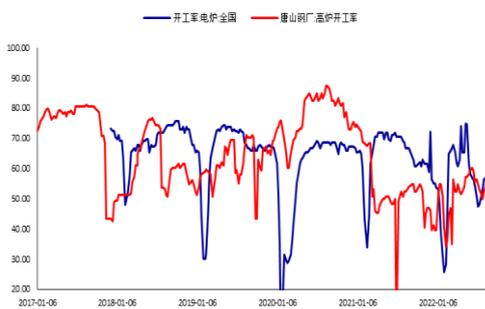
高炉开工率：全国高炉开工率 80.14%，比上周上行 2.2%，唐山高炉开工率 57.14%，比上周上行 0.79%。废钢价格小幅上行，本周价格 3040 元/吨。高炉开工率回升可能因基建落地和去库存带动。钢厂库存大幅下滑，钢厂开工率上行，但工业生产依然处于淡季，海外仍在衰退路上，中国经济恢复处于观察期。

产品价格：螺纹钢和热卷价格较上周上行。螺纹钢价格 4,102 元/吨，上行 4.19 个百分点，热卷价格为 4,062 元/吨，上行 6.31 个百分点。煤炭价格分化，焦煤上行 6.4% 至 2,007 元/吨，焦炭下行 5.4% 至 2,656 元/吨。动力煤价格下行 2.19% 至 831 元/吨。高热需求已过动力煤供给并不存在太大缺口。

库存：钢铁社会库存下行，螺纹钢社会库存下行 19.8 万吨至 508.2 万吨，热卷下行 10.2 万吨至 256.3 万吨。螺纹钢钢厂库存上行 4.55 万吨至 213.16 万吨，线材钢厂库存上行 3.35 万吨至 70.83 万吨。社会钢材库存下行，钢厂开工提升，钢厂高生产带来了厂库上行。低库存下生产有所恢复，但是仍然受到房地产业低迷和海外周期下行的制约，中国经济恢复在疫情扰动下也偏慢。热卷库存下行，虽然制造业回暖速度仍受到需求和季节因素限制，未来有望好转。

图 24：高炉开工率 (%)

图 25：废钢价格 (元/吨)

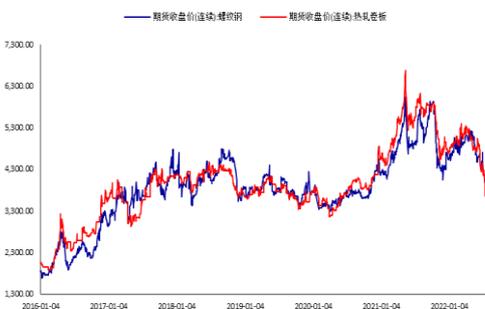


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 26：螺纹钢和热卷价格 (元/吨)

图 27：铝价格 (元/吨)

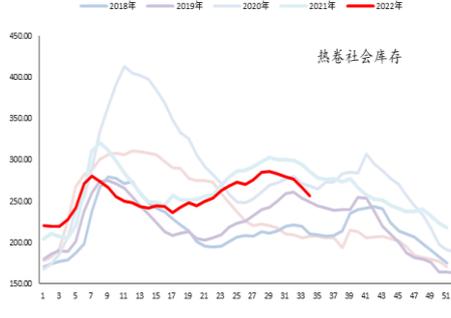
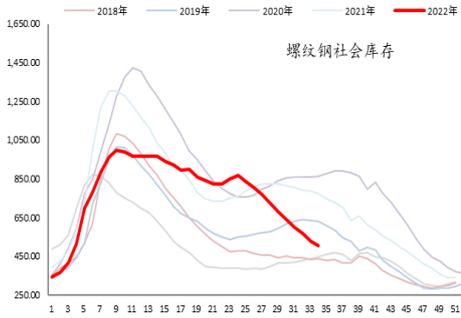


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 28：螺纹钢社会库存 (万吨)

图 29：热卷社会库存 (万吨)

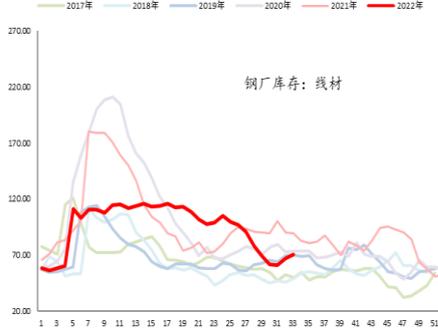
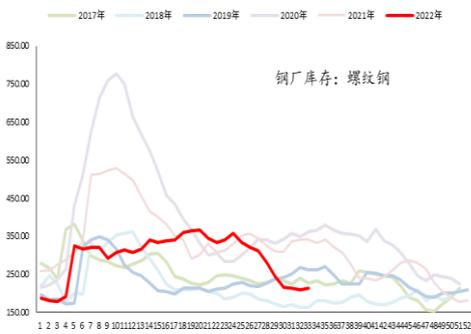


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 30: 钢厂螺纹钢库存 (万吨)

图 31: 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