

宏观周观点

2022年9月19日

## 央行边际收紧流动性，美国紧缩预期更甚

宏观周观点 20220919

### 核心内容：

- **央行缩量续作 MLF，人民币汇率压力可能限制货币政策：**9月15日，人民银行对到期的6000亿元MLF进行了4000亿元续作，中标利率2.75%，这是8月以来央行第二次缩量续作MLF，在市场流动性充裕以及一级交易商需求不强的情况下整体符合市场预期。在外部强美元、内部经济偏弱的组合下，此前的降准和降息后人民币易在短期出现较大幅度的贬值，因此当前人民币破7对未来的降准和降息都会形成压制，货币政策在整体宽松的情况下可能继续边际收紧。
- **存款利率下调** 9月15至16日六大行和重要股份制银行的存款利率在LPR下调后进行了不同幅度的下调。当前银行的净息差已经处于较低位置，随着负债端压力在存款利率下行后减弱，不仅银行更有效贷动力，实体融资成本和贷款利率也有望进一步下行。目前我国经济恢复偏弱，总需求还与正常水平有明显差距，货币政策整体将保持宽松状态，因此未来LPR下调仍有空间，但短期或受到人民币贬值压力限制。
- **美国CPI超预期，市场定价更严厉紧缩** 8月CPI继续下行，但略高于市场预期：同比增速从7月的8.5%回落至8.3%，但高于市场预期的8.1%；剔除能源和食品的核心CPI同比增速为6.3%，比7月上行0.4%。环比方面，CPI增速为0%，连续两个月没有增长，而核心CPI增速为0.5%，比上个月的0.3%加快。整体上，食品价格增速延续，能源商品价格的回落是8月CPI增速放缓的主要因素，而商品中，新车和家具与家用产品反映出商品消费在供需不平衡缓解下仍有韧性；服务方面，滞后的两项居住成本统计已经超过能源商品，成为新的通胀最大拉动项。
- **市场利率上行，人民币继续贬值：**公开市场投放80亿元，回笼100亿元，净回笼20亿元，央行缩量续作MLF。国内流动性整体环境宽松，但市场利率出现上升；周五的DR007低于7天逆回购利率39.03bps。美元指数在欧央行大幅加息后仍然维持109.66，人民币汇率破7，近期继续面临贬值压力。
- **猪肉价格上行，菜价显著回落：**根据搜猪网数据显示，全国瘦肉型生猪出栏均价9月18日价格23.49元/公斤，比上周上行3.16个百分点。寿光农产品物流园蔬菜价格环比下跌11.57%，按季节性规律来看，未来菜价可能开始阶段性下行。
- **大宗商品价格震荡，库存上行：**本周国际油价小幅下降，焦煤焦炭价格回升，钢厂开工率上行，钢铁价格下降，社会库存上升。房地产销售套数依然低迷，在海内外需求不振下商品整体仍可能震荡下行。

核心风险：疫情超预期变化，中美欧经济更快下行

### 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	9月20日(周二)	中国9月一年期、五年期贷款市场报价利率(%)
	9月19日(周一)	---
	9月20日(周二)	---
欧洲	9月21日(周三)	英国9月CBI工业订单差值
	9月22日(周四)	英国9月央行基准利率(%), 瑞士第三季度央行政策利率(%), 欧元区9月消费者信心指数初值
	9月23日(周五)	欧元区9月Markit制造业PMI初值, 德国、法国9月Markit制造业PMI初值, 英国9月Markit制造业和服务业PMI初值
美国	9月19日(周一)	---
	9月20日(周二)	美国8月营建许可月率初值(%), 美国8月新屋开工年化月率(%)
	9月21日(周三)	美国截至9月16日当周API原油和汽油库存变动(万桶), 美国截至9月16日当周API每周原油和成品油进口(万桶), 美国截至9月16日当周EIA原油库存和进口变动(万桶)
	9月22日(周四)	美国9月联邦基金利率目标(%), 美国第二季度经常帐(亿美元), 美国截至9月17日当周初请和续请失业金人数(万)
	9月23日(周五)	美国9月Markit制造业PMI初值, 美国9月22日10年期TIPS竞拍数据
其他	9月20日(周二)	加拿大8月CPI和核心CPI年率(%), 日本8月全国CPI和核心CPI年率(%)

## 目录

一、央行缩量续作MLF, 人民币汇率压力可能限制货币政策.....	3
二、存款利率降调.....	3
三、美国CPI韧性超预期, 市场定价更严厉紧缩.....	4
四、市场利率上行, 人民币继续贬值.....	5
五、猪肉价格上行, 菜价回落.....	8
六、大宗商品价格震荡, 库存上行.....	9
(一) 原油下跌, 煤炭上涨.....	9
(二) 钢铁价格下降, 库存上升.....	10

## 一、央行缩量续作 MLF，人民币汇率压力可能限制货币政策

9月15日，人民银行对到期的6000亿元MLF进行了4000亿元续作，中标利率2.75%，这是8月以来央行第二次缩量续作MLF，在市场流动性充裕以及一级交易商需求不强的情况下整体符合市场预期。

10、11和12月份分别有5000亿、10000亿和5000亿MLF到期，累计2万亿元，央行可能缩量续作到期MLF，引导市场利率向政策利率靠拢。宽裕的资金在我国经济恢复偏慢的情况下难以流向实体：6月以来平均银行间质押式回购成交量为6.3624万亿元，9月13至16日更是高达6.9737万亿，中枢出现不断上行趋势；减少流动性可以缓解大量资金在债券市场中空转，引导市场利率向政策利率靠拢。另外，MLF利率已经明显高于同业业务利率，银行间需求的确偏弱，缩量不仅符合实际需求，也有利于银行用成本更低的资金置换MLF。但是，市场利率的上行反映了对未来流动性边际收紧的担忧，同时外汇市场的压力也对未来央行的宽松政策形成掣肘。

9月16日，美元兑人民币即期汇率突破7，美元在强烈紧缩预期下的强势以及国内经济恢复偏弱、出口预期下行都加大了人民币的贬值预期。我们在上周讨论过央行降低外汇存款准备金率的信号意义大于实际作用；同时需要意识到人民币的贬值并不是独立现象，其贬值的幅度目前仍低于日元、英镑和韩元，与欧元接近。但是，央行已经释放出稳定汇率的信号，如果人民币继续背离供需基本面贬值，不排除央行采取逆周期调节因子、调整外汇风险存款准备金率和干预市场等手段进行干预，稳定预期。在外部强美元、内部经济偏弱的组合下，此前的降准和降息后人民币易在短期出现较大幅度的贬值，因此当前人民币破7对未来的降准和降息都会形成压制，货币政策在整体宽松的情况下可能继续边际收紧。

图 1：MLF 和同业存单利率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：美元兑人民币和 LPR 利率变化



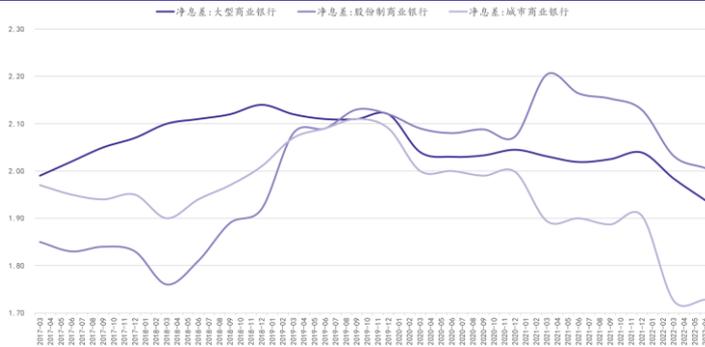
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 二、存款利率降调

9月15至16日六大行和重要股份制银行的存款利率在LPR降调后进行了不同幅度的下调，降低了银行负债端压力，将使处于相对低位的净息差回升。存款利率的降调主要是依据央行在2022年4月建立的“存款利率市场化调节机制”，将1年期LPR和10年期国债收益率作为存款利率的参考。当前银行的净息差已经处于较低位置，会限制贷款利率未

来的下调，随着负债端压力在存款利率下行后减弱，不仅银行更有放贷动力，实体融资成本和贷款利率也有望进一步下行。目前我国经济恢复偏弱，总需求还与正常水平有明显差距，货币政策整体将保持宽松状态，因此未来 LPR 降调仍有空间。但是需要注意到近期人民币的贬值压力和海外进一步强化的紧缩预期可能在短期对更宽松的货币政策形成限制。

图 3：银行净息差处于低位 (%)



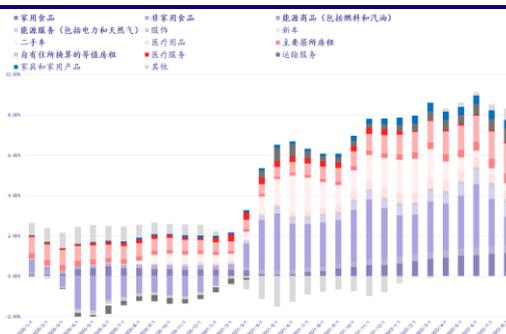
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 三、美国 CPI 韧性超预期，市场定价更严厉紧缩

8 月消费者价格指数 (CPI) 继续下行，但略高于市场预期：同比增速从 7 月的 8.5% 回落至 8.3%，但高于市场预期的 8.1%；剔除能源和食品的核心 CPI 同比增速为 6.3%，比 7 月上行 0.4%。环比方面，CPI 增速为 0%，连续两个月没有增长，而核心 CPI 增速为 0.5%，比上个月的 0.3% 加快。

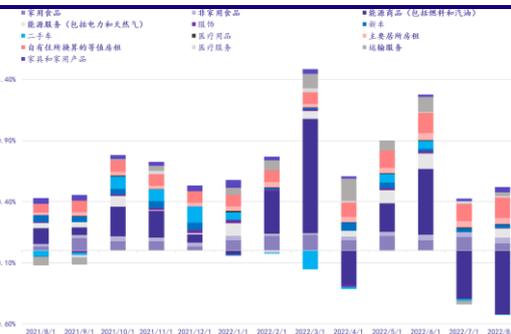
整体上，食品价格增速延续，能源商品价格的回落是 8 月 CPI 增速放缓的主要因素，而商品中，新车和家具与家用产品反映出商品消费在供需不平衡缓解下仍有韧性；服务方面，滞后的两项居住成本统计已经超过能源商品，成为新的通胀最大拉动项，核心通胀也显示服务项目的内需尚未显著放缓，通胀粘性可能高于市场预期。

图 4：8 月 CPI 同比主要拉动项拆分 (%)



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

图 5：8 月 CPI 环比主要拉动项拆分 (%)



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院整理

CPI 数据公布后，美股出现 6 月以来最严重下跌，纳指全天下行 5.16%，标普 500 下行 4.32%。而更谨慎的债市也受到核心通胀上行的“惊吓”，3 个月美债收益率盘中一度达到 3.53% 并和 10 年收益率倒挂，两年期美债在强紧缩预期下收 3.75%，收益率曲线全面抬

升。而美元指数也再次反弹，尽管欧央行刚刚加息，欧元兑美元又一次跌破平价。美债的走势也正在暗示衰退概率进一步加大。

虽然美欧金融差缩小，美元在明年上半年前可能依然会较强，衰退概率加大意味着美债收益率未来有望回落，但要警惕短期通胀超预期后美债应激性跳升的风险，美股的调整还远未结束。

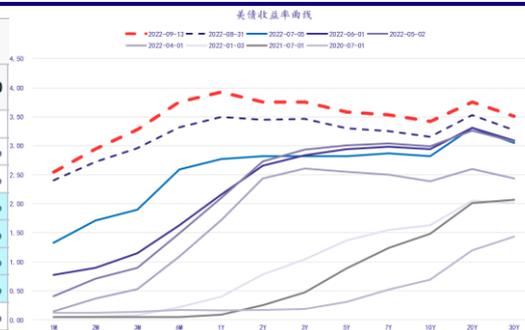
9月FOMC会议至少加息75bps，而在恐慌下，市场已经出现100bps的预期，对加息终值的估计提高至4.25%。我们认为目前75bps的加息已经足够，居民中长期通胀预期在上个月继续回落，通胀整体也维持了下行态势，同时明年能源部门的高基数会缓解通胀压力；货币政策对实体经济和总需求的影响是滞后的，所以当前加息力度不低，关键是加息到位后维持紧缩，防止通胀反复。美联储目前的加息终值预计仍在4%左右，而衰退和更高失业率都是其可以接受的代价，等待FOMC会后经济预测对以上观点的验证。

图 6: CME 加息预期 (%)

MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2022/9/21	66.0%	34.0%	0.0%			
2022/11/2	0.0%	0.0%	32.5%	50.2%	17.3%	0.0%
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	16.2%	41.3%	33.8%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	10.6%	32.6%	36.4%
2023/3/15	0.0%	0.0%	0.0%	8.0%	27.2%	35.5%
2023/5/3	0.0%	0.0%	1.3%	11.1%	28.6%	33.4%
2023/6/14	0.0%	0.3%	3.5%	15.1%	29.7%	30.2%
2023/7/26	0.1%	1.3%	7.1%	19.6%	29.8%	25.9%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

图 7: 美债收益率曲线变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 四、市场利率上行，人民币继续贬值

本周短期流动性依然相对宽裕，但央行对9月15日到期的6000亿元MLF仅缩量续作了4000亿元；公开市场投放80亿元，回笼100亿元，净回笼20亿元。国内流动性整体环境宽松，市场利率出现上升，但仍低于同期政策利率：DR007本周五依然低于7天逆回购利率39.03bps。10到12月MLF的到期量较大，累计2万亿，央行依然可能缩量续作到期MLF，引导市场利率向政策利率靠拢。首先，资金在我国经济恢复偏慢的情况下难以流向实体，9月13至16日平均银行间质押式回购成交量高达6.9737万亿，减少流动性可以缓解大量资金在债券市场中空转，引导市场利率向政策利率靠拢。其次，当前MLF利率已经明显高于同业业务利率，银行间需求可能不强，缩量也有利于银行用成本更低的资金置换MLF。虽然如此，银行间充沛的流动性和低迷的实体融资需求也意味着市场利率的上升会较为有限，9月初疫情再次反复，多个重要城市出现全域或局部静默，房地产困境仍然在继续发酵，政策见效还需时间，未来的经济不确定性仍然较强，债券收益率暂时难上行。

9月16日，SHIBOR隔夜收于1.2940%，比上周同期上行12.1bp，7天利率收于1.6430%，比上周上行11.31bps。存款类机构质押式回购7天加权利率收于1.6097%，比上周上行11.31bps。9月16日1年期、3年期、5年期国债分别收于1.8110%、2.2579%和2.4715%

分别比上周变化+5.48bps、+7.55bps、+4.56bps，10年期国债收益率收于2.6773%，比上周上行3.21bps。

债券收益率小幅回升，央行缩量续作的效果开始体现，但货币市场流动性依然非常充裕。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。9月15至16日六大行和重要股份制银行的存款利率在LPR降调后跟随下调，降低了银行负债端压力，使处于相对低位的净息差回升，可能会给后期LPR再次降调留出空间。

图 8：SHIBOR 利率 (%)



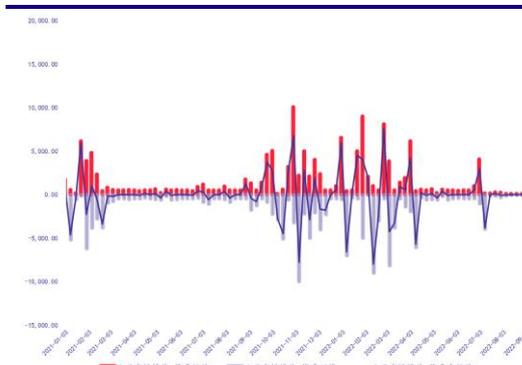
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 9：DR007 利率 (%)



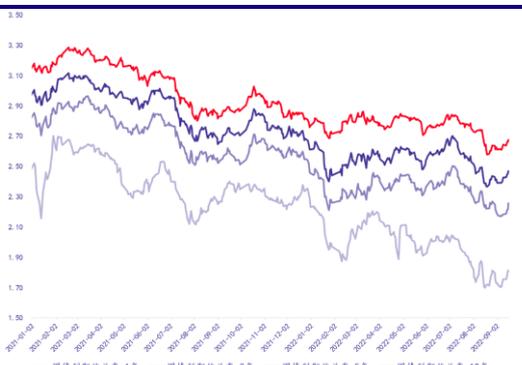
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：央行公开市场业务投放回笼周度统计 (亿)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 11：国债收益率 (%)

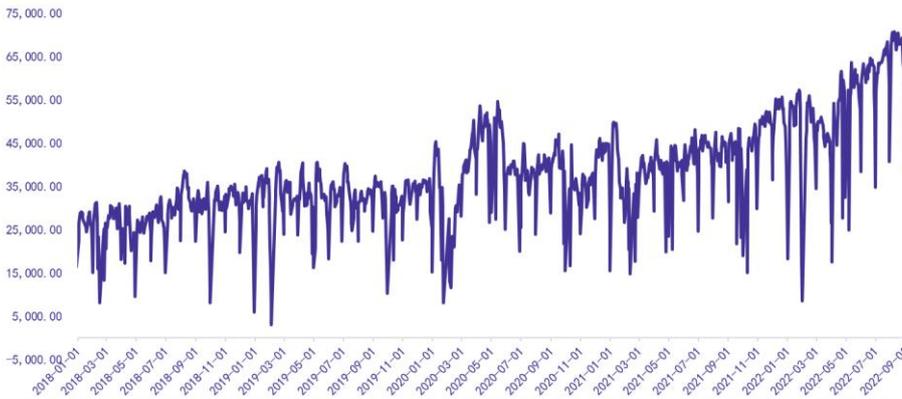


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 12：银行间质押式回购成交量 (亿)



成交量: 银行间质押式回购 亿元

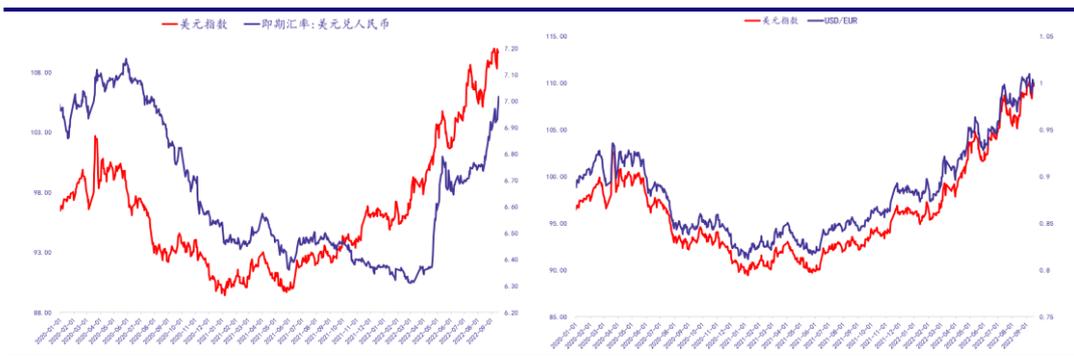


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美元指数在欧央行大幅加息后仍然维持 109.66, 兑人民币略有升值, 中美央行流动性继续错位。虽然欧美金融差在欧央行 9 月 8 日大幅加息后收窄, 但欧元区更弱的基本面、货币政策碎片化可能和能源问题不利于欧元的上行。美元较强的表现、国内偏弱的经济数据和央行降息使人民币持续面临贬值压力, 但自美联储加息以来人民币只是跟随其他货币贬值, 两次较大的贬值分别出现在 4 到 5 月份和 8 月份, 基本背景是经济底部刚过且央行进行降息。央行在 9 月 5 日将外汇存款准备金率从 8% 下调至 6%, 虽然从历史来看存款准备金率的变动对人民币汇率短期影响不大, 但这反映了央行引导预期的态度; 在强美元背景下, 人民币短期承压。美元兑日元升至 142.94, 日央行坚持收益率曲线控制, 日元对美元变动敏感。

图 13: 美元兑人民币 (元)

图 14: 欧元与美元指数 (%)



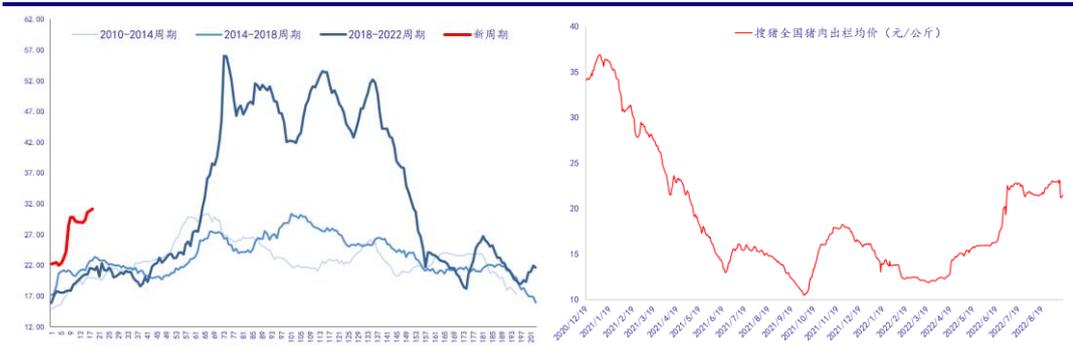
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 15: 美元兑日元 (元)

图 16: 各国货币兑美元变动幅度 (%)

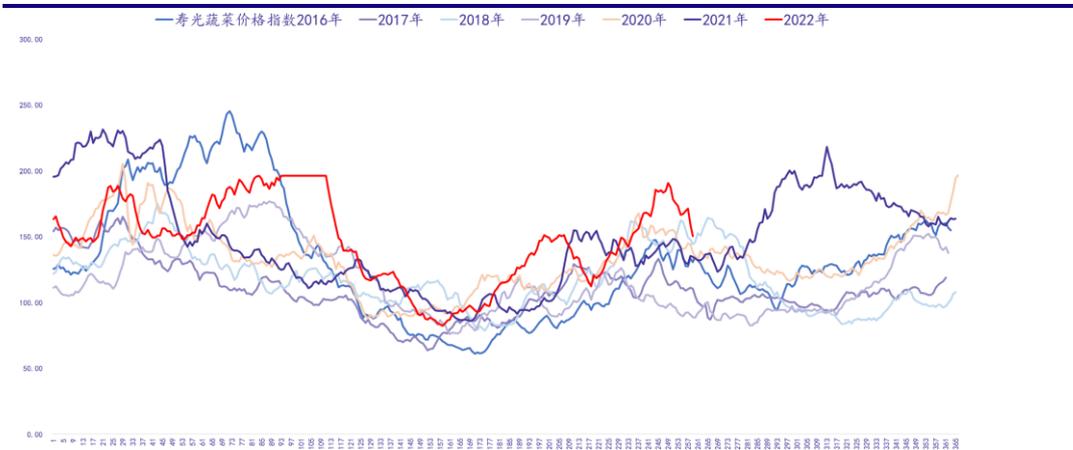




资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: 搜猪网, 中国银河证券研究院整理

图 20: 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、大宗商品价格震荡，库存上行

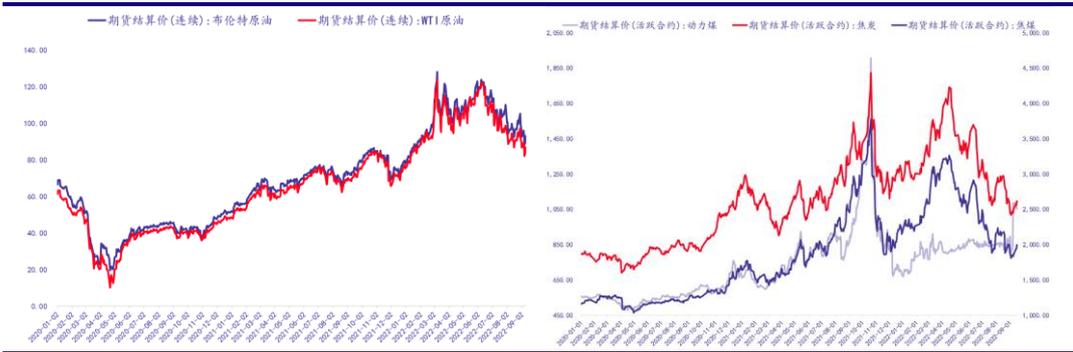
### (一) 原油下跌，煤炭上涨

本周国际油价小幅下降。主要央行保持紧缩意味着全球经济继续放缓，强美元施压油价，但 OPEC+考虑减产、伊核谈判不顺利以及俄罗斯原油供给减少使得油价处于预期博弈，当下震荡整理，但冬季价格仍可能上行。9 月 16 日布伦特原油 91.35 美元/桶，WTI 原油 885.11 美元/桶，分别较上周下行 1.06%和 1.94%。山东地炼（9 月 15 日）柴油价格下行 0.03 个百分点至 8,694 元/吨，汽油价格下行 0.52 个百分点至 9,073 元/吨。山东地炼开工率由上周的 63.2 小幅上升至 63.89。

我国港口铁矿石库存上行，由上周的 13,689 万吨至 13,719 万吨，增加 30 万吨。铁矿石期货价格上涨，价格至元 715.00 元/吨，较上周上行 0.14%。澳大利亚铁矿石至中国的周发货量上行 145.1 万吨至 1398.5 万吨。

图 21: 原油价格 (美元/桶)

图 22: 煤炭期货价格 (吨/元)

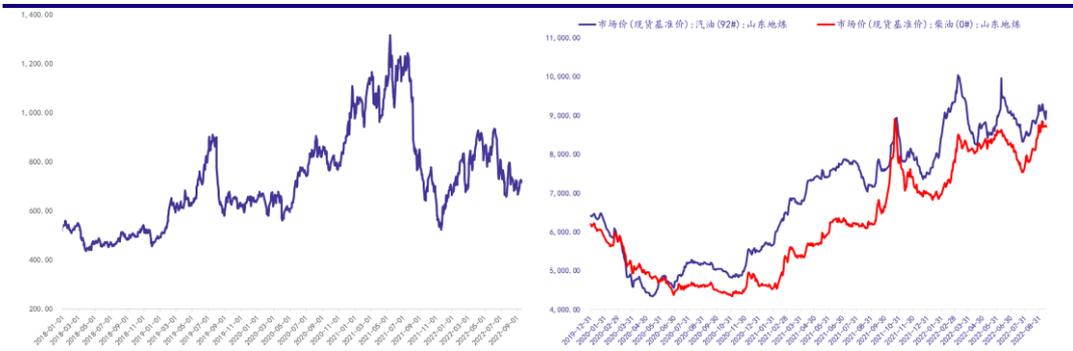


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 23: 铁矿石价格 (元/吨)

图 24: 山东地炼价格 (元/吨)

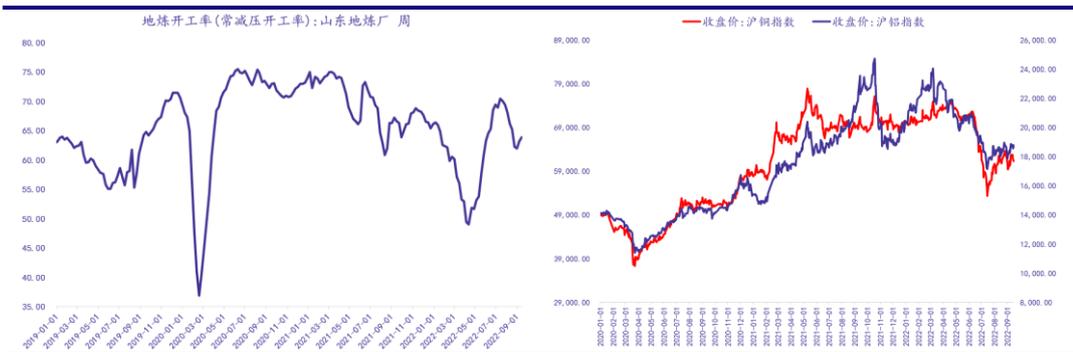


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 25: 山东地炼开工率 (%)

图 26: 沪铜、沪铝收盘价指数



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

## (二) 钢铁价格下降, 库存上升

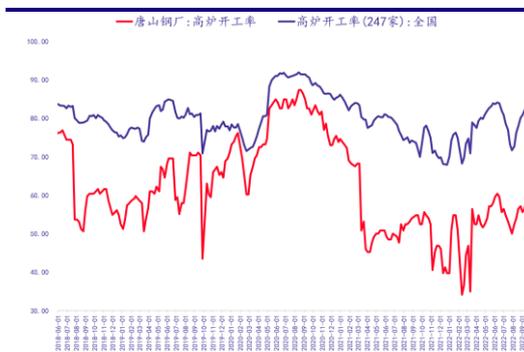
高炉开工率: 全国高炉开工率 82.41%, 比上周上行 0.42%, 唐山高炉开工率 59.52%, 比上周上 3.17%。废钢本周价格 2,910 元/吨, 维持不变。高炉开工率回升可能因基建落地和去库存带动, 钢厂开工率上行, 工业生产 9 月开始步出淡季, 但中国经济恢复在疫情反复的干扰下处于观察期, 需求依然偏弱, 海外衰退预期也在上行。

产品价格: 螺纹钢和热卷价格较上周下行。螺纹钢价格 3,686 元/吨, 下行 2.77 个百分点, 热卷价格为 3,758 元/吨, 下行 2.08 个百分点。煤炭价格恢复, 焦煤上行 6.58%至

1,999 元/吨,焦炭上行 3.57%至 2,609 元/吨。动力煤价格在上周大涨后回落 2.71%至 1055.4 元/吨。随着高热的过去,动力煤价格出现下跌,供给也并不存在缺口,海外订单走弱且内需不足,未来工业用电需求大概率不及去年同期;动力煤此前的暴涨可能是由于欧洲能源危机加重提升了对动力煤的需求。房地产销售套数本周继续走低,未来可能还将迎来季节性销售低点,对钢铁和煤炭需求预期不振。

库存:钢铁社会库存上行,螺纹钢社会库存上行 15.98 吨至 496.27 万吨,热卷上行 1.59 万吨至 241.63 万吨。社会钢材库存上行,钢厂开工提升,钢价回落。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,黑色系主要靠基建投资托底。热卷库存回升,制造业回暖速度仍受到需求限制,需求恢复的速度还有待确定。汽车销售同比增速小幅下行,但销量仍高于往年;轮胎开工率小幅下行,销售回升缓解了上周关于汽车消费更快下滑的担忧,对新能源车的优惠政策延续,但汽车景气度持续时间有待观察。

图 27: 高炉开工率 (%)



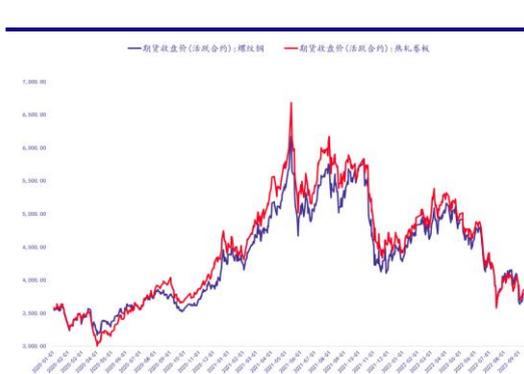
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 28: 废钢价格 (元/吨)



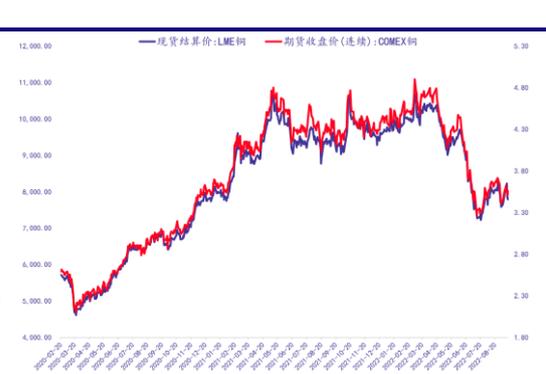
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 29: 螺纹钢和热卷价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

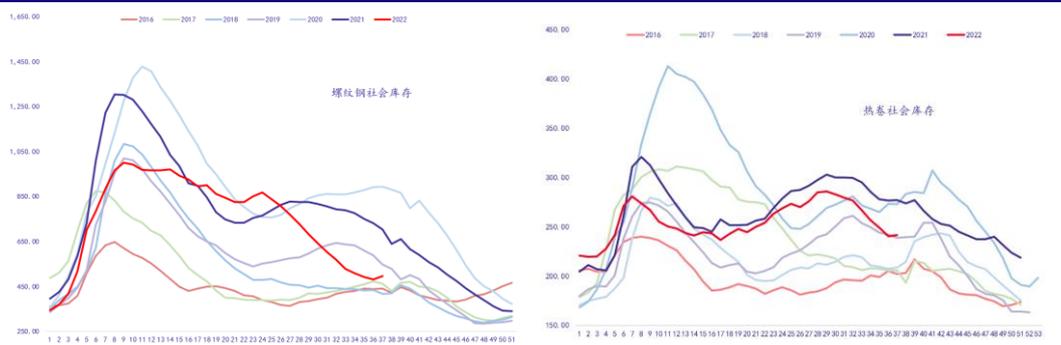
图 30: 铜价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 31: 螺纹钢社会库存 (万吨)

图 32: 热卷社会库存 (万吨)

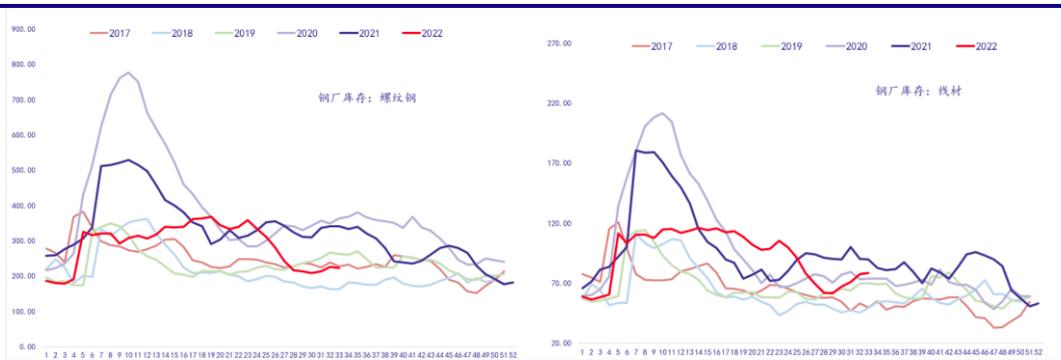


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 33: 钢厂螺纹钢库存 (万吨)

图 34: 钢厂线材库存 (万吨)

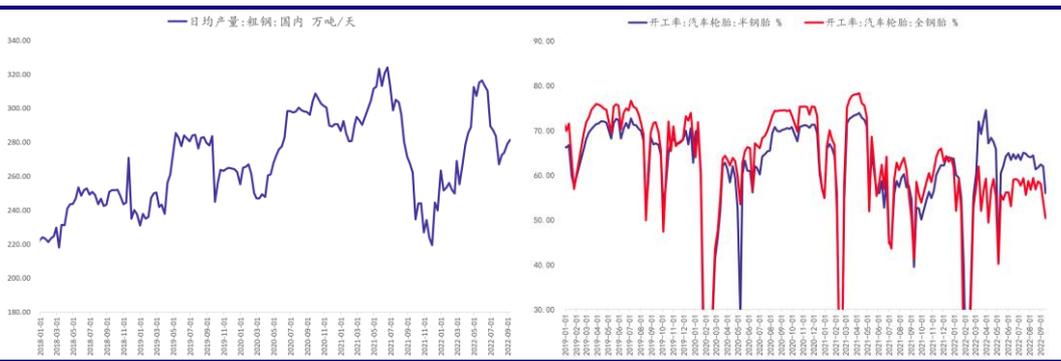


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 35: 粗钢产量 (万吨/天)

图 36: 汽车轮胎开工率 (%)

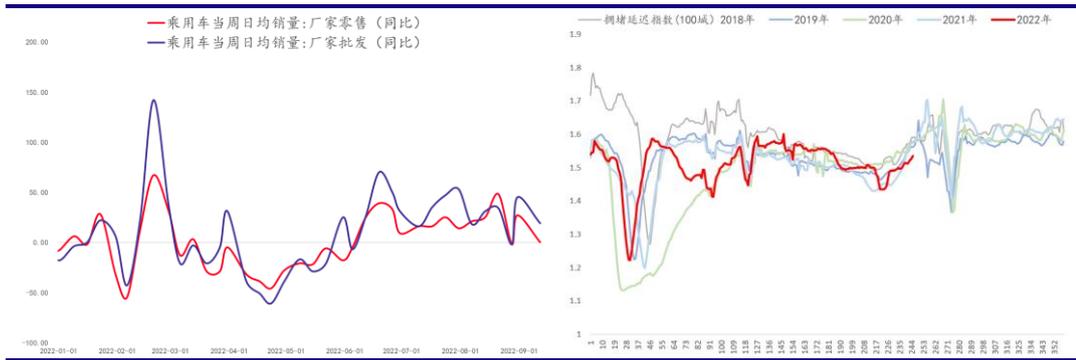


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 37: 乘用车日均销量同比 (%)

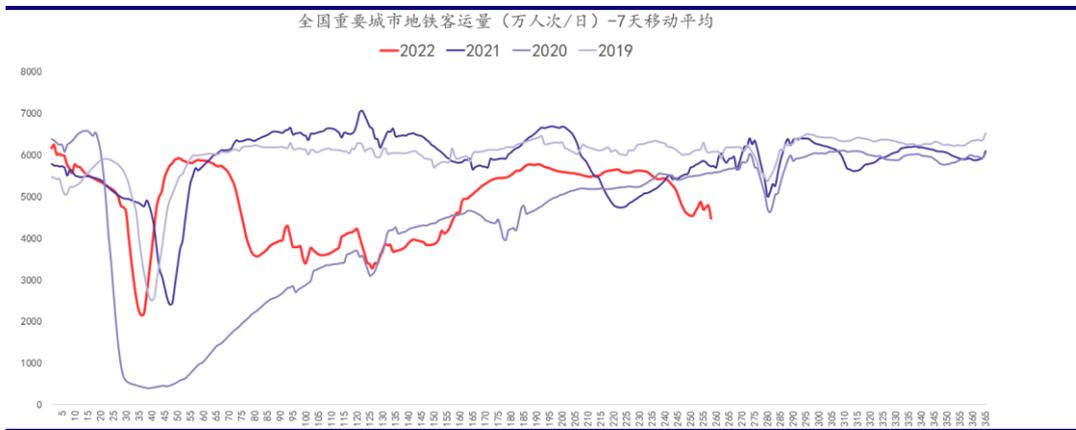
图 38: 交通拥堵延迟指数



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

图 39: 全国重要城市地铁客运量 (万人次/日)



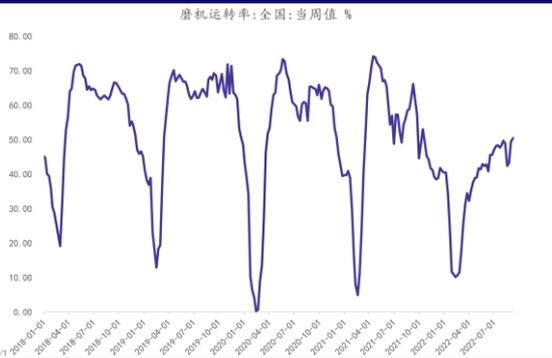
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 40: 中电联煤企日均发电量环比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

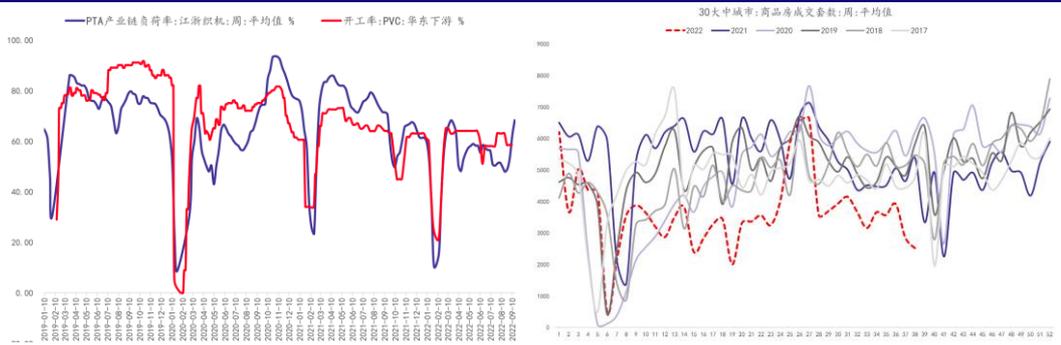
图 41: 全国水泥磨机运转率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 42: PTA 和 PVC 开工率 (%)

图 43: 30 大中城市商品房成交 (套/日)



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 44: 上海集装箱出口指数

图 45: BDI 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

### 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](http://www.chinastock.com.cn)

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)