

宏观周观点

2022年10月24日

日本再度干预汇率，英国金融风险降低

宏观周观点 20221024

核心内容：

- **日本疑似年内二度干预汇率，但在巨大金融差下杯水车薪：**10月21日，美元兑日元在高过150关口后突然下行，最低回落至146.43。此前，财务省在9月22日进行了规模约250亿美元的外汇干预，为1998年7月以来首次。日元将在利差下继续承受贬值压力：首先，美联储加息见顶前，日央行如果在黑田东彦领导下继续坚持YCC，那么大概率在巨大利差下继续贬值。其次，贸易差额对日本汇率的影响虽然偏长期且存在滞后，但目前也由于日元弱势而陷入严重逆差，出口在全球衰退预期下的小幅增长远不及高进口价格的影响，不利于日元企稳。最后，日元的避险属性在巨大的看空力量和利差面前有所弱化，利差交易也支持投资者通过卖空日元进行套利。
- **苏纳克大概率成为新任英国首相，金融风险有所降低：**保守党中支持率最高的三人分别为以“财政纪律”为纲领的前财政大臣苏纳克（Sunak），政治经验丰富且人际能力强的前首相约翰逊（Johnson）以及前国防大臣与众议院领袖莫当特（Mordaunt）。三人必须分别在10月24日下午两点前争取到保守党内100人以上的提名才可以成为新的首相候选人。苏纳克已经获得超150人支持，约翰逊退选。目前基本可以判断苏纳克将成为新任英国首相，英镑英债在坚定紧缩的美联储和强美元下价格仍会下行，但下行斜率有望靠近减税风波前的水平，金融市场中高杠杆部门获得更多的喘息时间。不过，短期的金融压力向其他资产类别扩散的可能性依然存在，需要保持警惕。
- **市场利率回升，人民币仍面临贬值压力：**短期流动性保持宽裕，公开市场投放100亿，回笼290亿，净回笼190亿；DR007周五依然低于7天逆回购利率32.74bps。央行平价等量续作10月到期的5000亿元MLF，11到12月MLF的到期量较大，累计1.5万亿，不排除央行缩量续作到期MLF，引导市场利率向政策利率靠拢。10月新冠确诊人数再次上行，影响生产消费，房地产尚未底部企稳，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。人民币继续面临贬值压力，美元兑人民币上升至7.2494，但贬值幅度在主要货币间居中。
- **猪价上行，菜价回落：**猪肉价格小幅上涨，菜价下行，两者价格高于历史同期，将抬升CPI，但通胀并不制约货币政策。
- **大宗商品价格下跌，库存下行：**布伦特原油上涨，WTI小幅下行，OPEC+的大幅减产对油价形成支撑，仍处于预期博弈中；山东地炼汽油价格下跌。全国高炉开工率82.05%，比上周下行0.57%，唐山高炉开工率58.73%，比上周上行3.17%。高炉开工率小幅回落但处于年内高位，基建和保交楼短期提供支撑，带动社会和钢厂库存小幅下行。交通、航运和地产销售继续低于往年同期。

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	10月27日(周四)	中国9月规模以上工业企业利润率-单月(%)
	10月24日(周一)	欧元区、英国、德国、法国10月Markit制造业PMI初值,
	10月25日(周二)	德国10月IFO商业景气指数, 英国第四季度CBI企业乐观指数
欧洲	10月26日(周三)	欧元区9月家庭贷款年率(%), 欧元区9月M3广义货币(亿欧元)
	10月27日(周四)	欧元区10月欧洲央行三大政策利率(%), 德国11月GfK消费者信心指数
	10月28日(周五)	欧元区10月经济景气指数, 欧元区10月消费者信心指数终值, 法国第三季度GDP年率初值(%), 德国第三季度季调后GDP季率初值(%), 德国10月CPI年率初值(%)
美国	10月24日(周一)	美国10月Markit制造业PMI初值
	10月25日(周二)	美国10月谘商会消费者信心指数
	10月26日(周三)	美国9月营建许可月率修正值(%), 美国9月批发库存月率初值(%), 美国9月季调后新屋销售年化总数(万户), API和EIA原油与汽油库存变动
	10月27日(周四)	美国第三季度实际GDP年化季率初值(%), 美国截至10月22日当周初请和续请失业金人数(万), 美国9月耐用品订单月率初值(%)
	10月28日(周五)	美国9月PCE和核心PCE物价指数年率(%), 美国9月个人支出月率(%), 美国10月密歇根大学消费者信心指数终值
其他	10月28日(周五)	日本10月28日央行政策余额利率和YCC目标(%), 日本10月东京CPI年率(%), 日本9月失业率(%)

目录

一、日本疑似二度干预外汇市场, 但在巨大金融差下杯水车薪	3
二、苏纳克大概率成为新首相, 金融压力缓解但仍需关注预算	4
三、市场利率回升, 人民币仍面临贬值压力	5
四、猪菜价格小幅上涨	7
五、大宗商品整体下跌, 库存下行	9
(一) 原油价格上涨, 煤炭下跌	9
(二) 钢铁价格下跌, 社会库存下行	10

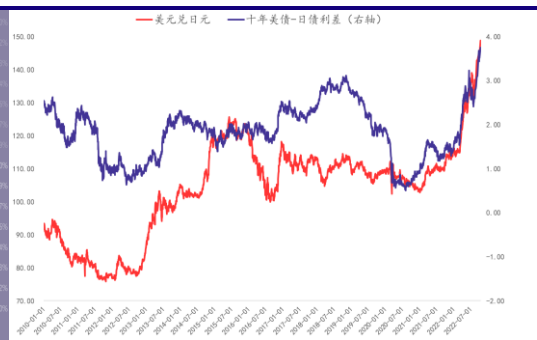
一、日本疑似二度干预外汇市场，但在巨大金融差下杯水车薪

10月21日，美元兑日元在高过150关口后突然下行，最低回落至146.43；日本财务省副大臣当日表示不会对是否进行外汇干预做出确认，次日首相岸田文雄表示不容忍投机行为导致汇市剧烈波动，但同样拒绝评论汇率干预。尽管政府语焉不详，日元突然的拉升大概率是官方所为。此前，财务省在9月22日进行了规模约250亿美元的外汇干预，为1998年7月以来首次，但随后日元在巨大的美日利差等因素下继续显示出贬值态势。我们在财务省9月干预时认为在缺乏美国货币政策配合下，日元将继续承受贬值压力，现在仍维持同样判断。

图 1：美元兑日元在日本干预外汇市场后下跌



图 2：美日利差处于历史高位 (%)



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

首先，日元贬值的根本原因就是日央行强行通过收益率曲线控制（YCC）压低长端利率，在全球主要央行加息、自身外汇市场没有管制的情况下和美欧等国利差不断扩大；美联储加息见顶前，日央行如果在黑田东彦领导下继续坚持 YCC，那么大概率在债市和其他资产充分定价利率风险前继续贬值。

其次，可以关注贸易状况：贸易差额对日本汇率的影响虽然偏长期且存在滞后，但目前也由于日元弱势而陷入严重逆差，出口在全球衰退预期下的小幅增长远不及高进口价格的影响。尽管日本9月以美元计价的出口同比增长28.92%，但进口增速高达45.94%，未来贸易逆差有继续恶化可能，同样不利于日元稳住。相关调查显示受益于日元疲软的行业希望美元兑日元位置在110-115之间，而那些因日元疲软而处于不利地位的行业则希望其位置在105日元至110日元之间。根据 Mizuho 的研究，日元贬值带给日本企业和劳工的负面效应已经远远大于正面效应。70%的行业和60%的劳工受损于日元贬值。

图 3：日本进口增速大幅高于出口 (%)

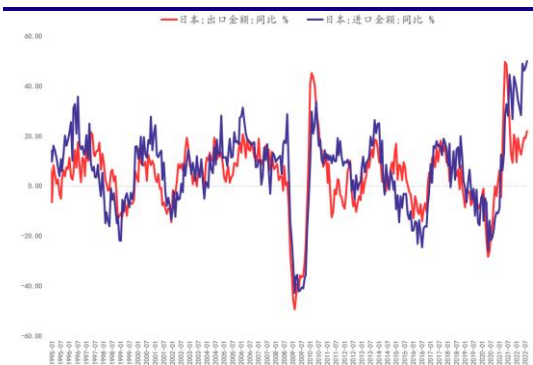
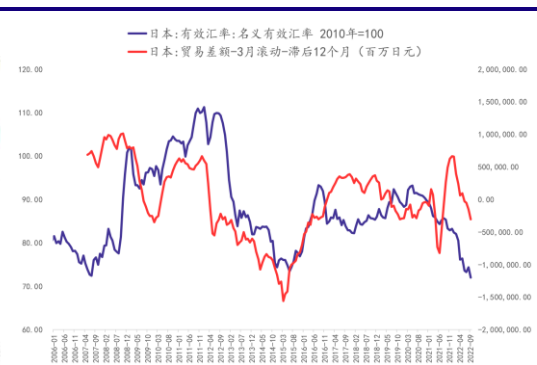


图 4：贸易逆差在中长期导致汇率贬值

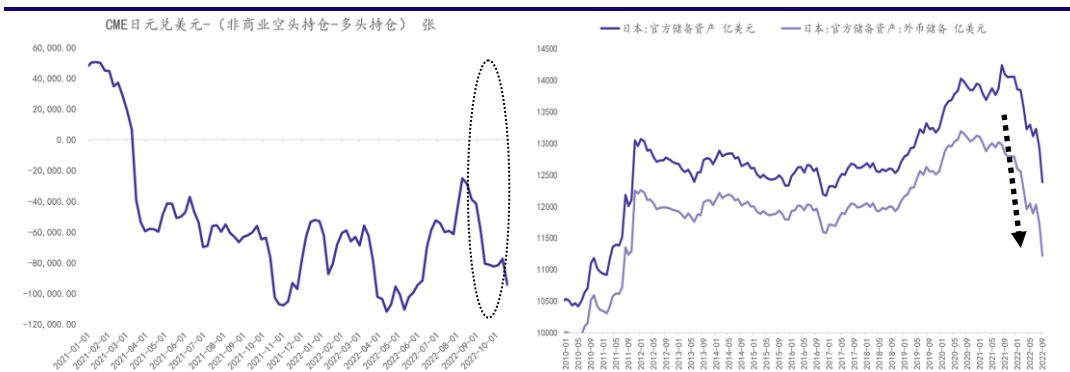


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

最后, 日元的避险属性在巨大的看空力量和利差面前有所弱化, 利差交易也支持投资者通过卖空日元进行套利。1998年6月日央行在美国配合下成功的外汇干预也没有从根本上改变日元的贬值趋势, 1998年日元最终大幅升值是由于利差交易在亚洲金融危机后反向、大量海外资金回流日本所导致。但当下日本长端利率被强行压制, 本国资产缺乏吸引力, 海外风险环境尚难以与亚洲金融危机媲美; 同时, 投资者坚定看空日本, CME 非商业空头持仓数量接近4-5月份的高位, 资金回流日本“避险”不仅要忍受低利率, 似乎也并不安全。

图 5: 投资者维持今年 6 月以来最大的空头头寸 (张) 图 6: 日本外储连续下行 (亿美元)



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

因此, 外汇市场的干预在短期可以守卫日元的“关键关口”, 但在目前的货币政策下不会改变市场看空日元的判断, 也难以挽救日元的颓势。由于日本核心 CPI 和工资都出现了一定上行, 黑田东彦在卸任前大概率坚持 YCC, 日本的贸易和经济会承受痛苦。在黑田东彦离任后, 美联储还将保持一段时间的高利率来确保通胀下行, YCC 所代表的超宽松政策迎来尽头的可能正在增加。

二、苏纳克大概率成为新首相, 金融压力缓解但仍需关注预算

在上周前财政大臣科沃腾由于减税和支出政策引发金融市场混乱而被解职后, 10月20日前首相特拉斯也被迫下台。新财政大臣亨特(Hunt)目前已经从预算中删除450亿减税中大部分的计划, 只有医疗与社会保障以及印花税相关的减税(不足180亿英镑)得到保留; 同时, 特拉斯1500亿英镑的能源支出也受到巨幅削弱, 从2年的家庭费用支持缩短到明年4月, 且只会覆盖符合条件的家庭。英国资产在新首相上台以及10月31日更平衡的财政预算出炉前仍将保持动荡, 但价格大幅下跌的趋势缓和, 10年国债收益率回落至3.9646, 整体上行斜率接近减税风波前, 英镑兑美元也有恢复。

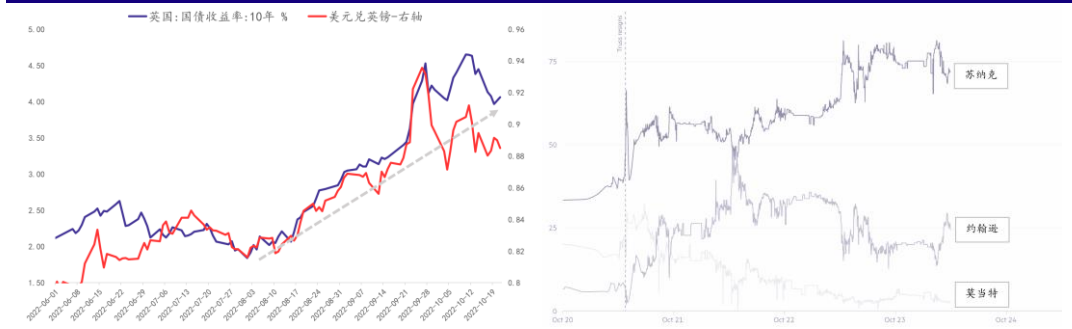
目前保守党中支持率最高的三人分别为以“财政纪律”为纲领的前财政大臣苏纳克(Sunak), 政治经验丰富且人际能力强的前首相约翰逊(Johnson)以及前国防大臣与众议院领袖莫当特(Mordaunt)。三人必须分别在10月24日下午两点前争取到保守党内100人以上的提名才可以成为新的首相候选人。根据金融时报对保守党议员的采访调查, 苏纳

克已经在周日上午获得 122 人的支持，约翰逊已有 51 人支持，莫当特约 23 人。从市场赔率来看，参与者认为苏纳克当选概率高达 70%，约翰逊则有 27%。从保守党角度考虑，苏纳克是更安全的政治选择：在与特拉斯竞争首相职位时，苏纳克就有前瞻性的批评了减税计划并希望推行财政纪律，控制支出，并且担任过财政大臣的他有着丰富的经济经验，也更容易安抚国际投资者并稳定金融状况。另一方面，约翰逊虽然人际关系较好并有草根支持，但已经因一连串丑闻辞职，对他“派对门”的司法调查也没有结束；假设约翰逊再次上台，不仅使保守党内政显得混乱荒谬，且如果调查认为约翰逊有罪，那么他可能被停职并面临选区改选。（在 24 日结果尘埃落定前，约翰逊由于与苏纳克差距过大退出竞选，苏纳克大概率成为新首相）。

目前基本可以判断苏纳克将成为新任英国首相，英镑英债在坚定紧缩的美联储和强美元下价格仍会下行，但下行斜率有望靠近减税风波前的水平，金融市场中高杠杆部门获得更多的喘息时间。不过，短期的金融压力向其他资产类别扩散的可能性依然存在，需要保持警惕。

图 7：英镑英债贬值压力略有缓解

图 8：市场赔率显示苏纳克更有希望获选 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: betfair, 中国银河证券研究院整理

三、市场利率回升，人民币仍面临贬值压力

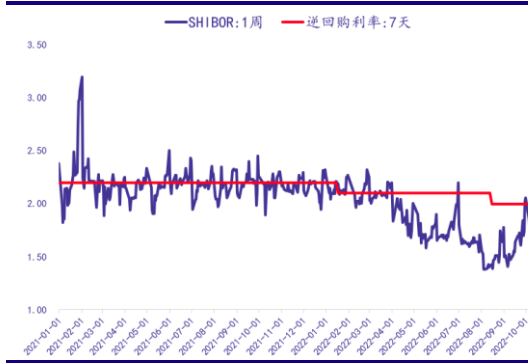
本周短期流动性保持宽裕，公开市场投放 100 亿，回笼 290 亿，净回笼 190 亿；市场利率在连续三周流动性回收后小幅上行，但低于政策利率：DR007 本周五依然低于 7 天逆回购利率 32.74bps。央行平价等量续作 10 月到期的 5000 亿元 MLF，11 到 12 月 MLF 的到期量较大，累计 1.5 万亿，不排除央行缩量续作到期 MLF，引导市场利率向政策利率靠拢。10 月新冠确诊人数再次上行，影响生产消费，房地产尚未底部企稳，政策见效还需时间，未来的经济不确定性仍然较强，债券收益率暂时难上行。

10 月 21 日，SHIBOR 隔夜收于 1.2300%，比上周上行 9.70bps，7 天利率收于 1.6820%，比上周上行 8.80bps。存款类机构质押式回购 7 天加权利率收于 1.6726%，比上周上行 19.75bps。10 月 21 日 1 年期、3 年期、5 年期国债分别收于 1.7849%、2.2726% 和 2.4944%，分别比上周变化 -0.01bp、+1.24bps、+0.64bps，10 年期国债收益率收于 2.7304%，比上周上行 3.29bps。

债券收益率小幅回升，货币市场流动性依然非常宽裕。在经济没有明确好转、信贷渠道不畅的情况下，货币市场大概率仍然保持整体宽松，边际收紧；通胀并不成为制约货币

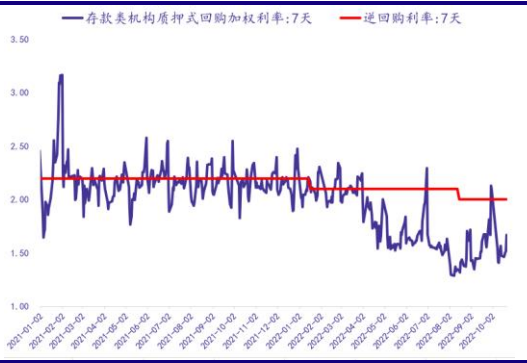
政策的因素。由于人民币汇率压力，近期降息可能性较低，在外汇储备流出的背景下，通过降准补充资金缺口的可能性更大。

图 9：SHIBOR 利率 (%)



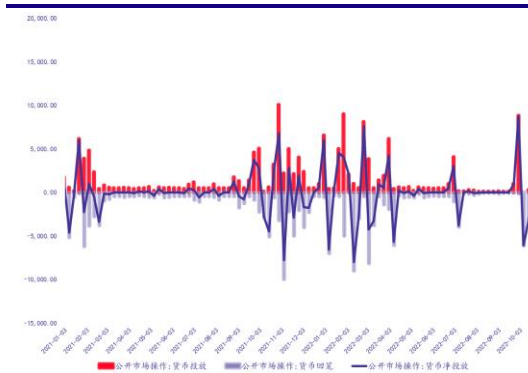
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：DR007 利率 (%)



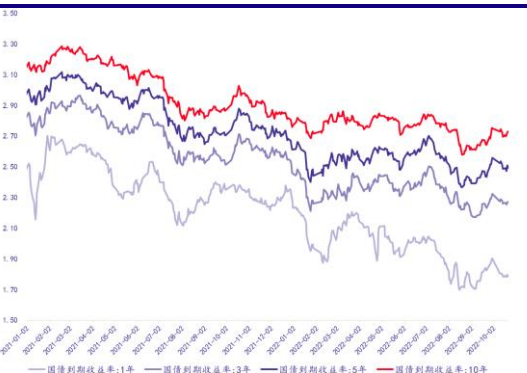
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 11：央行公开市场业务投放回笼周度统计 (亿)



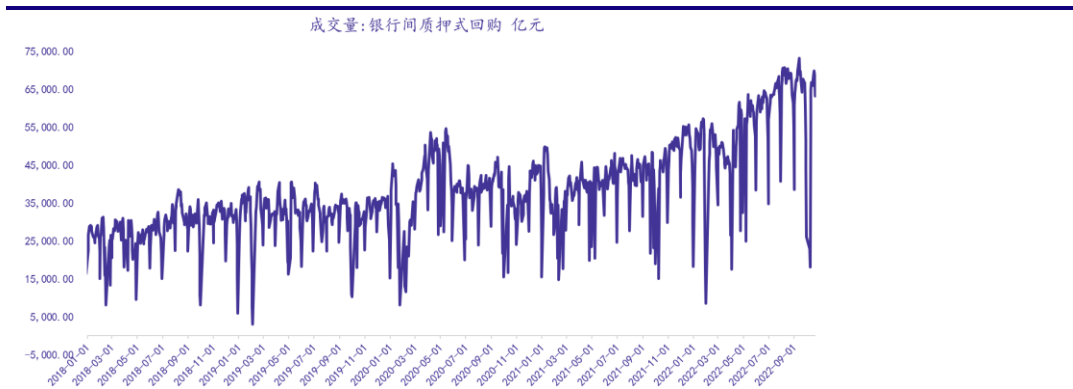
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 12：国债收益率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 13：银行间质押式回购成交量 (亿)



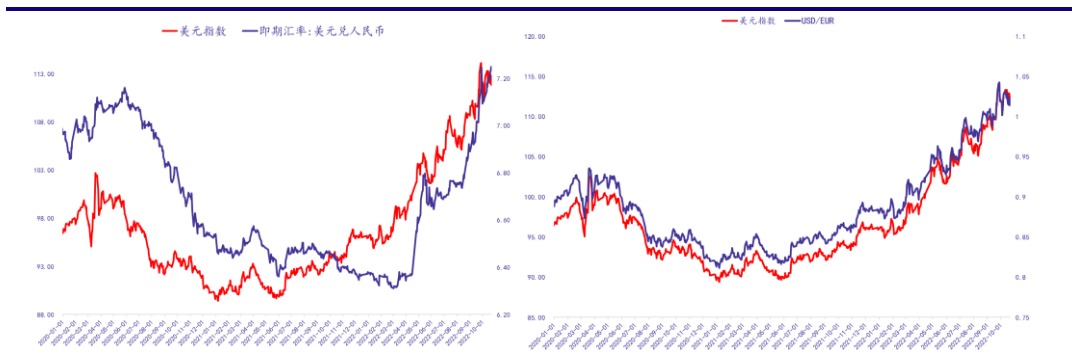
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

美元指数保持 111.85 的高位，但有所回落。欧元本周小幅升值，欧元区超 10% 的通胀增速会使欧央行保持较大加息力度，但欧元区更弱的基本面、货币政策碎片化可能和能源

问题都意味着尽管欧美金融差不会继续扩大，欧元兑美元价格在美联储停止加息前较难恢复。人民币继续面临贬值压力，美元兑人民币上升至 7.2494，但贬值幅度在主要货币居中。英镑价格在首相特拉斯被迫下台、新财政预算尚未完成的时段仍面临预期的动荡，受情绪面影响较大；前首相约翰逊重新参与首相竞争使英镑对美元回落。日央行还在坚持收益率曲线控制，国债市场流动性问题显著，市场在美日利差预期继续扩大情况下看空日元，美元兑日元一度升至 150.14 并再次引发了财务省出售美元进行干预。美元的强势可能至少会保持到 2023 年一季度，日元和英镑目前是对美元最敏感的货币。

图 14: 美元兑人民币 (元)

图 15: 欧元与美元指数 (%)

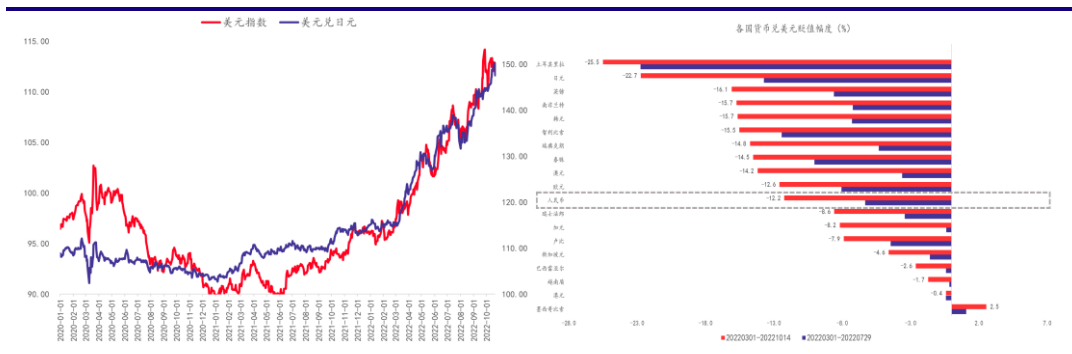


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 16: 美元兑日元 (元)

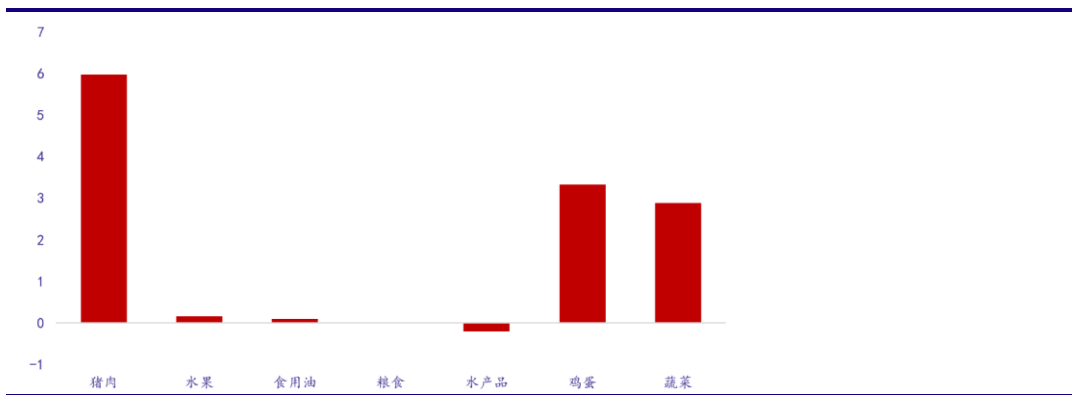
图 17: 各国货币兑美元变动幅度 (%)



次育肥，加大供给压力。发改委 10 月继续投放猪肉储备，并与企业沟通保障供给稳定。综合来看，猪价难以上行到到 2019 年猪瘟时期的水平，但短期还有上涨空间，下半年带动通胀温和上行概率较大。

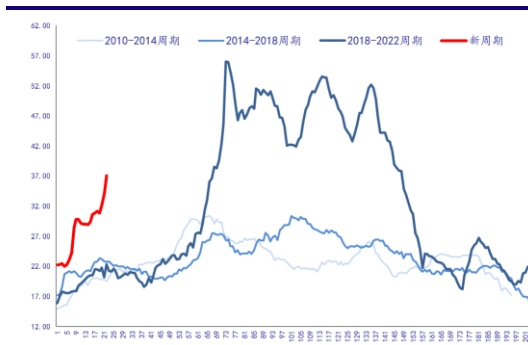
蔬菜方面，本周寿光农产品物流园蔬菜价格环比下跌 0.78%。本周菜价微跌，高于季节性水平。首先，此前的阴雨天气对蔬菜产能有影响，部分蔬菜生产尚未恢复；其次，疫情反复增加了北方运输和包装成本；同时，未来天气开始转冷，北部蔬菜产量减少。虽然秋菜还在上市中，但疫情扰动导致的成本增加和天气转冷意味着菜价大幅降低的可能不大。按季节性经验来看，菜价短期仍有略微下行的可能，但人力成本上行和消费回升会继续带动菜价的中枢上行，猪菜的共振将抬升 CPI。

图 18：商务部统计 10 月 8 日-14 日物价变动 (%)



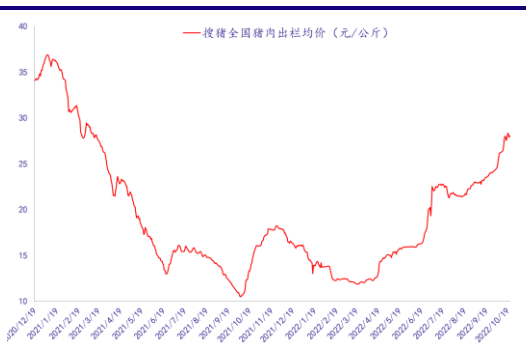
资料来源：商务部，中国银河证券研究院整理

图 19：22 省市猪肉价格 (元/公斤)



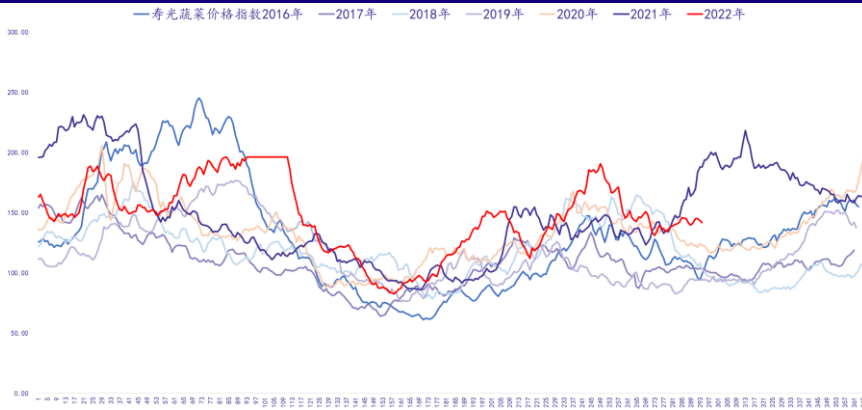
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 20：搜猪网猪肉价格上涨 (元/公斤)



资料来源：搜猪网，中国银河证券研究院整理

图 21：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、大宗商品整体下跌，库存下行

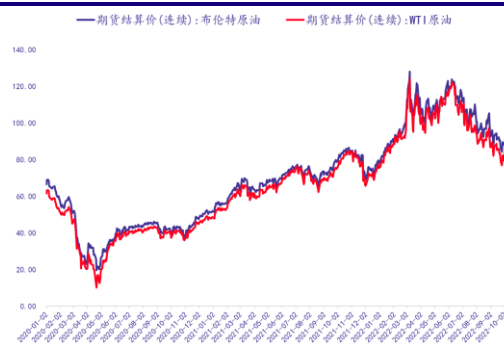
(一) 原油价格上涨，煤炭下跌

本周布伦特原油上涨，WTI 小幅下行，OPEC+的大幅减产对油价形成支撑，但美联储在通胀韧性超预期后的强紧缩意味着全球经济继续放缓，拜登政府投放战略储备对国际油价影响不大。原油当下处于预期博弈中的震荡，但冬季价格仍可能上行。10月21日布伦特原油 93.50 美元/桶，WTI 原油 85.05 美元/桶，分别较上周上行 2.04%和下行 0.65%。山东地炼 10月20日柴油价格上涨 0.83%个百分点至 8,702 元/吨，汽油价格下行 1.98 个百分点至 8,199 元/吨。山东地炼开工率由上周的 66.78%上行至 68.63%。

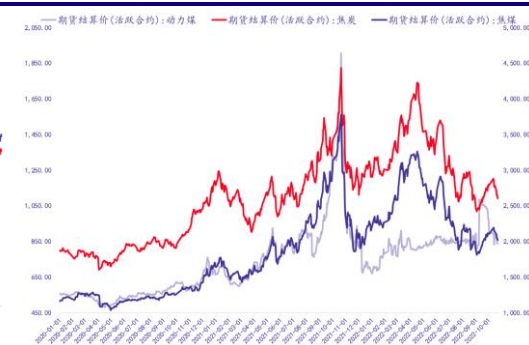
我国港口铁矿石库存下行，由上周的 12,993 万吨至 12,913 万吨，减少 80 万吨。铁矿石期货价格下跌至 678.50 元/吨，较上周下行 3.14%。10月日澳大利亚铁矿石至中国的周发货量上行 195.1 万吨至 1420.5 万吨。

图 22：原油价格（美元/桶）

图 23：煤炭期货价格（吨/元）



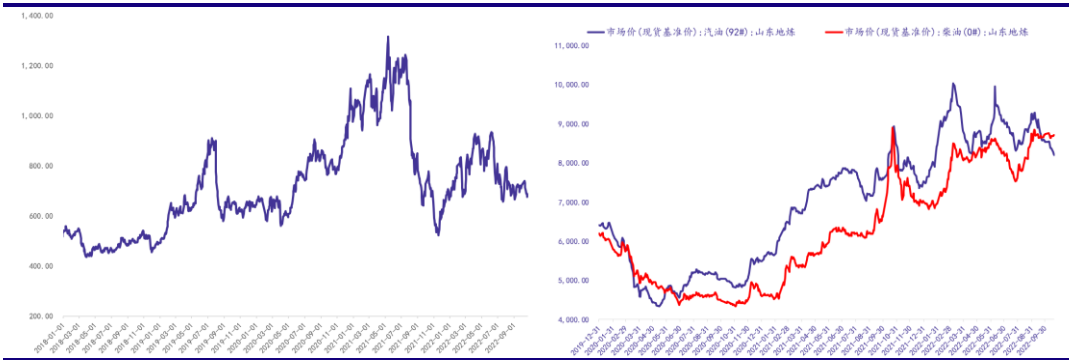
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 24：铁矿石价格（元/吨）

图 25：山东地炼价格（元/吨）

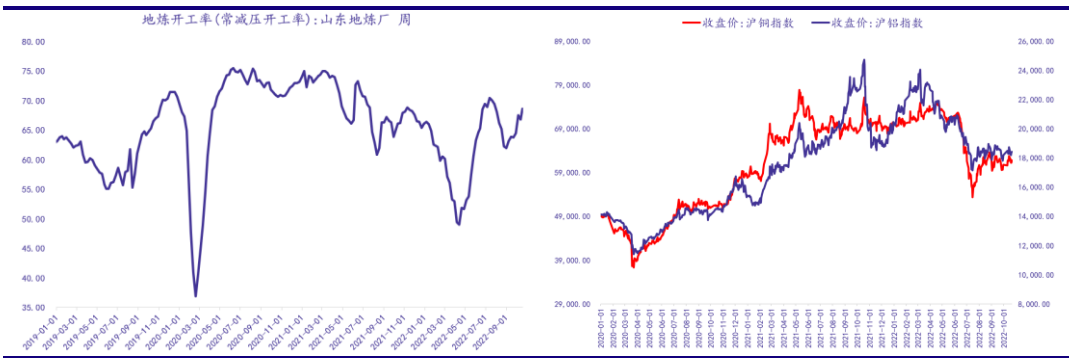


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 26: 山东地炼开工率 (%)

图 27: 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) 钢铁价格下跌, 社会库存下行

高炉开工率: 全国高炉开工率 82.05%, 比上周下行 0.57%, 唐山高炉开工率 58.73%, 比上周上行 3.17%。废钢本周价格 2,590 元/吨, 下行 4.43%。高炉开工率小幅回落但处于年内高位, 基建和保交楼短期提供支撑, 带动库存下行。中国经济恢复在疫情反复的干扰下处于观察期, 房地产还未底部企稳, 需求依然偏弱, 海外衰退预期大幅上行, 投资下滑明显。

产品价格: 螺纹钢和热卷价格较上周下行。螺纹钢价格 3,630 元/吨, 下行 3.43 个百分点, 热卷价格为 3,651 元/吨, 下行 2.95 个百分点。煤炭价格走低, 焦煤下行 4.54% 至 2,037 元/吨, 焦炭下行 6.34% 至 2,607 元/吨。动力煤价格回落 5.38% 至 840 元/吨。动力煤供给并不存在缺口, 海外订单走弱且内需恢复偏弱, 未来工业用电需求可能不及去年同期。房地产销售套数依然显著弱于往年同期, 9 月末地产需求端政策的组合拳见效还需时日, 对钢铁和煤炭需求预期不振。

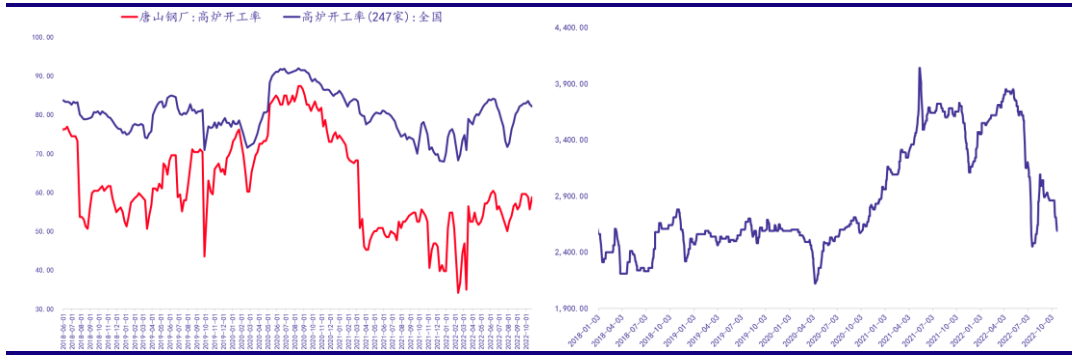
库存: 钢铁社会库存下行, 螺纹钢社会库存下行 23.98 万吨至 433.95 万吨, 热卷下行 4.16 万吨至 254.70 万吨。钢厂螺纹钢库存上行 1.08 万吨至 205.57 万吨, 钢厂线材库存下行 0.76 万吨至 76.40 万吨。社会钢材库存整体下行, 钢厂开工回落, 钢价仍在下跌; 房地产企稳预期形成前补库存概率较低。低库存下生产保持稳定, 但是仍然受到房地产业和海外投资下行的制约, 中国经济恢复在疫情扰动下也偏慢, 内需不足。热卷库存下行, 制

制造业回暖速度仍受到需求恢复不确定的限制。半钢胎开工率上升，汽车消费政策相关支持使行业景气度相对较好，同时一般车型表现继续好于重型汽车。

交通运输方面，10月疫情确诊数量再次增加，拥堵指数和地铁客运量指数下行，低于历年正常水平，消费继续受到压制。上海集装箱指数保持下行，BDI指数小幅下滑，我国出口短期仍有海外消费韧性支持，但下行压力较大。

图 28: 高炉开工率 (%)

图 29: 废钢价格 (元/吨)

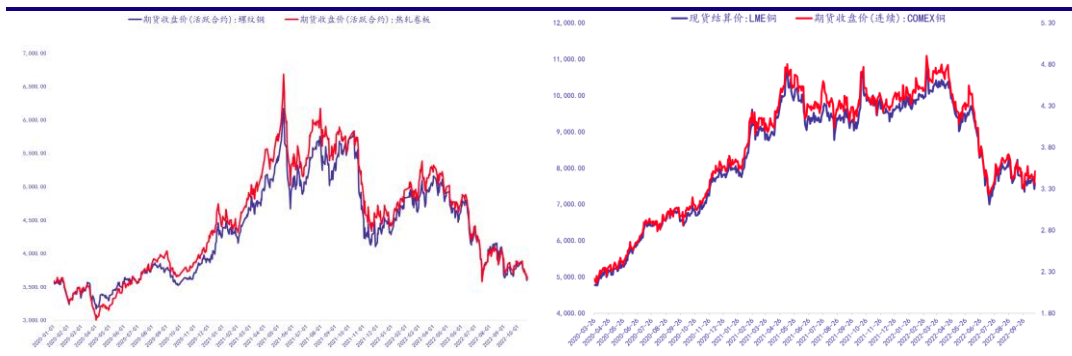


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 30: 螺纹钢和热卷价格 (元/吨)

图 31: 铜价格 (元/吨)

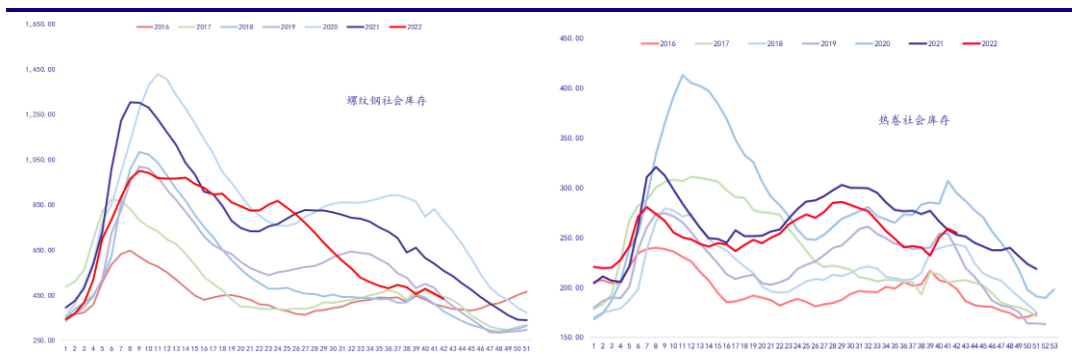


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 32: 螺纹钢社会库存 (万吨)

图 33: 热卷社会库存 (万吨)

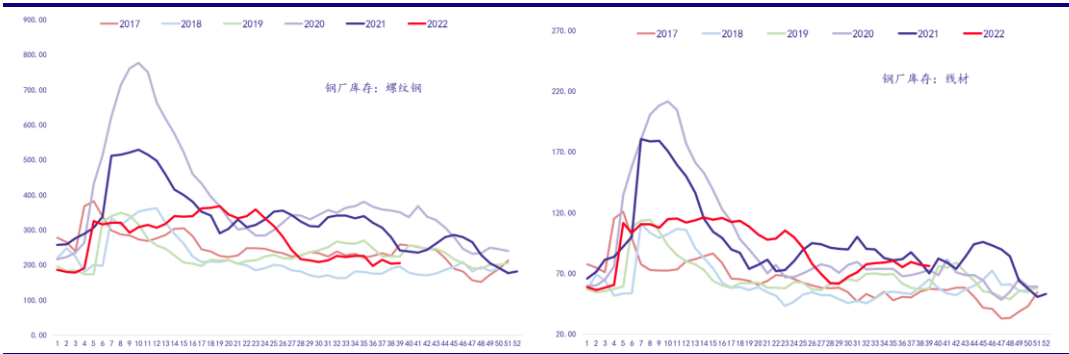


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 34: 钢厂螺纹钢库存 (万吨)

图 35: 钢厂线材库存 (万吨)

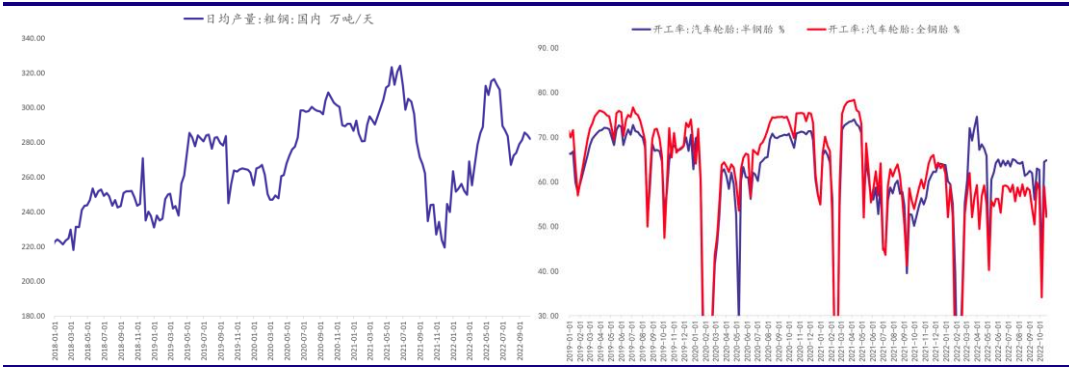


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 36: 粗钢产量 (万吨/天)

图 37: 汽车轮胎开工率 (%)

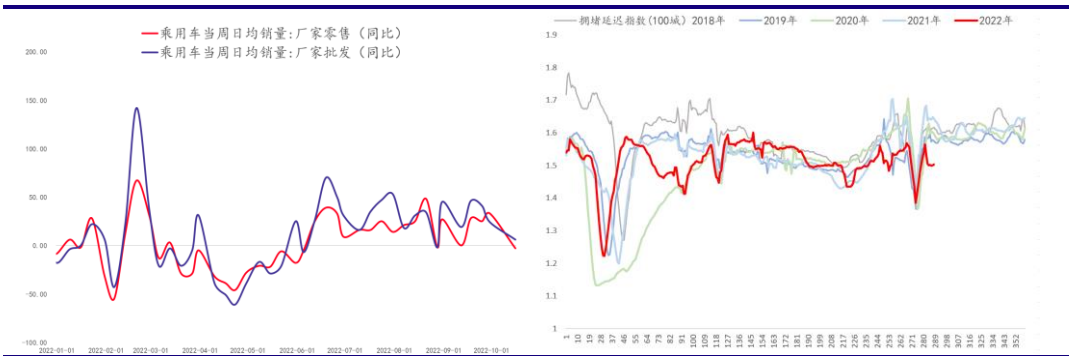


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 38: 乘用车日均销量同比 (%)

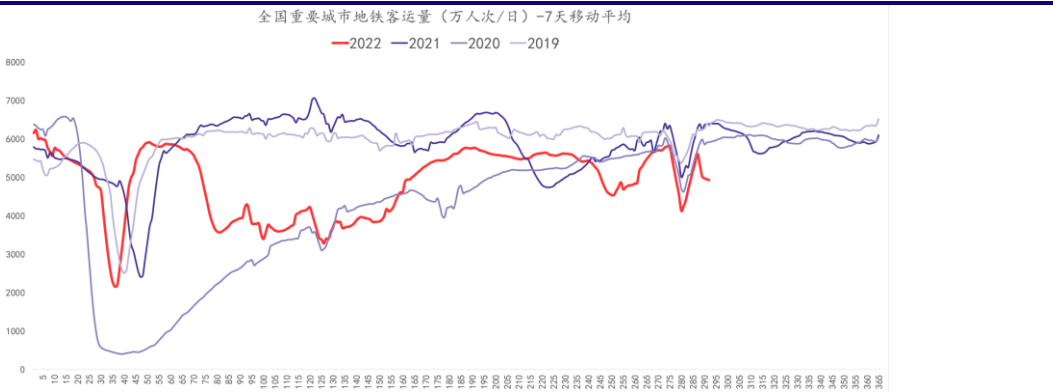
图 39: 交通拥堵延迟指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

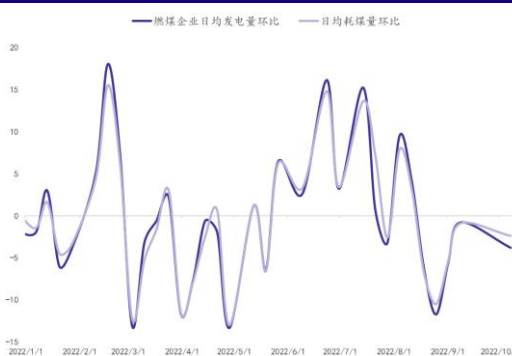
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 40: 全国重要城市地铁客运量 (万人次/日)



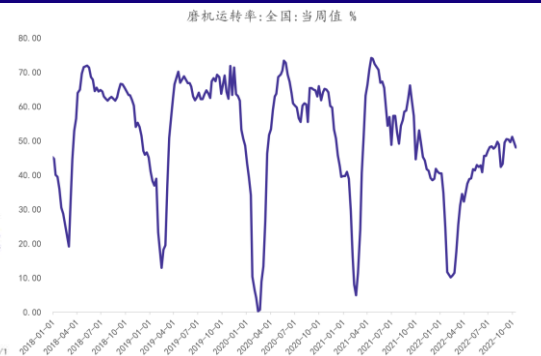
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 41: 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 42: 全国水泥磨机运转率 (%)



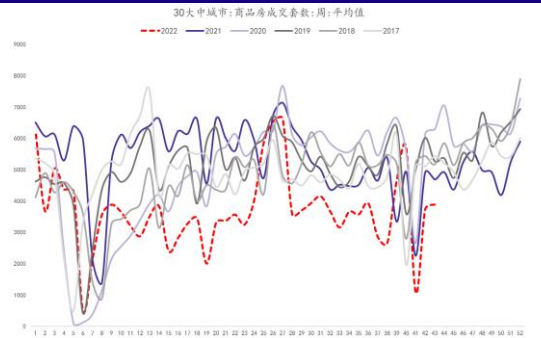
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 43: PTA 和 PVC 开工率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

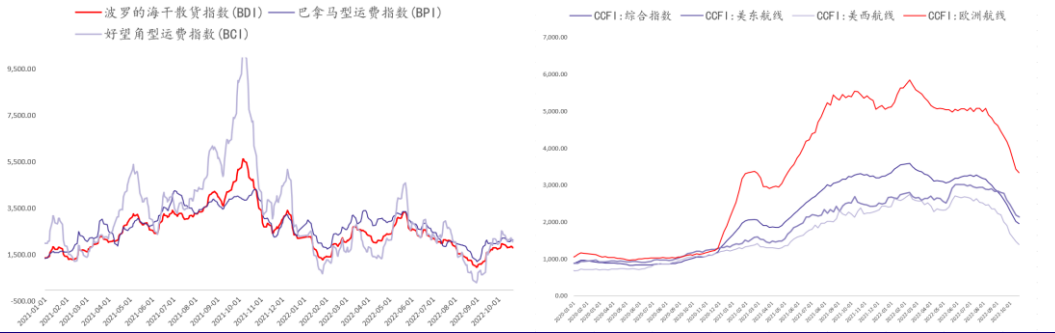
图 44: 30 大中城市商品房成交 (套/日)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 45: 上海集装箱出口指数

图 46: 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

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