

## 本周资金利率普遍上行，同业存单净融资额回落

2022年10月29日

### ▶ 下周 (10.31-11.4) 资金面关注因素:

- (1) 逆回购到期 8500 亿元;
- (2) 政府债净缴款-2842 亿元, 低于本周 (10.24-10.28) 政府债净缴款 (-392 亿元);
- (3) 同业存单到期 3983.6 亿元, 低于本周 (10.24-10.28) 同业存单到期额 (6453 亿元)。

### ▶ 本周 (10.24-10.28) 公开市场情况:

**央行公开市场净投放 8400 亿元。**其中, 7 天期逆回购投放规模为 8500 亿元, 到期规模 100 亿元。

### ▶ 本周 (10.24-10.28) 货币市场利率变动:

**货币市场利率走势:** (1) DR001 利率上行 8.5bp 至 1.3%, DR007 上行 29.3bp 至 2.0%, R001 上行 6.8bp 至 1.4%, R007 上行 30.5bp 至 2.0%; (2) 1 月期 CD 利率上行 16.0bp 至 1.8%, 3 月期 CD 利率上行 13.7bp 至 2.0%, 6 月期 CD 利率上行 22.6bp 至 2.3%, 9 月期 CD (股份行) 利率上行 2.5bp 至 2.0%, 1 年期 CD (股份行) 利率上行 3.6bp 至 2.1%。

**银行间质押式回购成交额日均为 47793 亿元, 比上周 (10.17-10.21) 减少 19859 亿元。**其中, R001 日均成交额 39061 亿元, 平均占比 81.6%; R007 日均成交 7277 亿元, 平均占比 15.5%。

**上交所新质押式国债回购日均成交额为 15312 亿元, 比上周 (10.17-10.21) 增加 1002 亿元,**其中, GC001 日均成交额 12784 亿元, 占比 83.7%, GC007 日均成交额 1774 亿元, 占比 11.5%。

### ▶ 本周 (10.24-10.28) 同业存单一级市场跟踪:

**主要银行同业存单发行 2828 亿元, 净融资额为 -3625 亿元,**对比上周 (10.17-10.21) 主要银行同业存单发行 5475 亿元, 净融资额为 600 亿元, 发行规模与净融资额下降。城商行、1Y 存单发行占比最高, 分别为 56%、44%; 国有行、1 月期、AAA 级存单的发行成功率最高, 分别为 100%、81%、77%。

**同业存单发行利率走势普遍上升,**城商行、6 月期发行利率降幅最大, 分别上行 8.8bp 和 22.6bp。

**主体发行利差方面,**城商行与股份行发行利差上行 5.2bp 至 25.1bp; **期限利差方面,**1Y-3M 发行利差下行 12.4bp 至 20.1bp。此外, 股份行 1Y CD 与 R007 的利差下行 26.8bp 至 8.1bp, 股份行 1Y CD 与 R001 的利差下行 3.2bp 至 64.3bp, “1Y CD-1Y MLF”利差上行 3.6bp 至 -68.9bp。

### ▶ 本周 (10.24-10.28) 同业存单二级市场跟踪:

**同业存单收益率普遍上行,**其中 3 月期、农商行、AA+ 级同业存单的收益率升幅最大, 分别上行 5.0bp、5.1bp、6.0bp。

**主体利差方面,**农商行与股份行利差上行 5.3bp 至 7.7bp; **期限利差方面,**1Y 与 1M CD 的利差下行 2.1bp 至 41.9bp; **等级利差方面,**AA (1Y) 与 AAA (1Y) 的利差上行 8.0bp 至 31.0bp。此外, “1Y CD-1Y MLF”利差上行 3.61bp 至 -68.9bp, “1Y CD-10Y 国债”利差上行 6.0bp 至 -63.3bp。

**风险提示:** 政策不确定性; 基本面变化超预期。



**分析师 谭逸鸣**

执业证书: S0100522030001

电话: 18673120168

邮箱: tanyiming@mszq.com

### 相关研究

1. 利率专题: 如何高频跟踪经济基本面? —构建月度 GDP 指数-2022/10/29
2. 城投随笔系列: 对比兰州, 银川、西宁如何? -2022/10/27
3. 可转债打新系列: 回天转债: 国内工程胶粘剂龙头企业-2022/10/26
4. 城投区域研究与分析系列: 四个维度再审视贵州-2022/10/26
5. 土地市场跟踪系列专题: 2022Q3, 房企拿地有哪些新变化? -2022/10/24

# 目录

<b>1 下周资金面关注因素 .....</b>	<b>3</b>
<b>2 超储情况跟踪.....</b>	<b>4</b>
<b>3 公开市场操作情况.....</b>	<b>5</b>
<b>4 货币市场利率变动.....</b>	<b>6</b>
<b>5 同业存单周度跟踪.....</b>	<b>8</b>
5.1 同业存单一级市场跟踪 .....	8
5.2 同业存单二级市场跟踪 .....	11
<b>6 风险提示 .....</b>	<b>14</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>15</b>

## 1 下周资金面关注因素

下周 (10.31-11.4) 资金面关注因素有:

- (1) 逆回购到期 8500 亿元;
- (2) 政府债净缴款-2842 亿元, 低于本周 (10.24-10.28) 政府债净缴款 (-392 亿元);
- (3) 同业存单到期 3983.6 亿元, 低于本周 (10.24-10.28) 同业存单到期额 (6453 亿元)。

图1: 下周资金面主要关注因素 (亿元)

单位: 亿元		周一 10月31日	周二 11月1日	周三 11月2日	周四 11月3日	周五 11月4日	合计	
公开市场	逆回购到期	100	2300	2800	2400	900	到期8500亿	
	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			1340		200	发行1540亿	净发行933亿
	地方债发行	817	127	249	32	181	发行1406亿	净发行720亿
	合计发行	817	127	1589	32	381	合计发行2946亿	合计净发行1653亿
	国债缴款	654			1340		缴款1993.7亿	净缴款1387亿
	地方债缴款	983	817	127	213		缴款2141亿	净缴款1455亿
合计缴款	1637	817	127	1553	0	合计缴款4134亿	合计净缴款2842亿	
同业存单	存单到期	338	298	293	1377	1678	到期3984亿	

资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 本表为下周发行计划; 国债数据不含储蓄国债; 下周到期规模含本周末 (除调休日外) 的到期数据。

## 2 超储情况跟踪

8-10 月的月度超储率预测如下。

图2：月度超储预测（亿元，%）

单位：亿元	8月	9月	10月
季初超储	36889	45378	42741
外汇环比	-22	-60	-50
对其他存款性公司债权环比	-1945	6339	-687
减：M0环比	722	2000	-1100
减：政府存款环比	-3076	-10710	8000
减：缴准	-175	6500	-5000
变动合计	561	8489	-2637
当月超储	30843	39331	37225
超储基数	2459288	2474358	2470885
超储率	1.25%	1.59%	1.51%

资料来源：wind，民生证券研究院预测，预测方法详见专题《如何高频跟踪超储率》与《10 月资金面存在哪些变数？》

9 月、10 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	9.26-9.30	10.8-10.14	10.17-10.21	10.24-10.28
公开市场净投放	8680	-9390	-190	8400
逆回购	8680	-9390	-190	8400
MLF/TMLF	0	0	0	0
国库定存	0	0	0	0
减：财政收支差额	-2331	1524	1089	1089
减：政府债净缴款	2052	-461	2655	639
减：缴准	1548	-1944	-1389	-1389
减：缴税	0	0	0	16452
变动合计	7412	-8509	-2545	-8390

资料来源：wind，民生证券研究院预测，预测方法详见专题《如何高频跟踪超储率》

### 3 公开市场操作情况

本周 (10.24-10.28)，公开市场净投放 8400 亿元。其中，7 天期逆回购投放规模为 8500 亿元，到期规模 100 亿元。

下周 (10.31-11.4)，7 天期逆回购到期合计 8500 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	规模(亿元)	利率(%)	利率变动(bp)	期限(天)
上周 (10.17-10.21)	投放	MLF(投放)365D	2022-10-17	5000	2.75	0.00	365
		逆回购7D	2022-10-17	20	2.00	0.00	7
		逆回购7D	2022-10-18	20	2.00	0.00	7
		逆回购7D	2022-10-19	20	2.00	0.00	7
		逆回购7D	2022-10-20	20	2.00	0.00	7
		逆回购7D	2022-10-21	20	2.00	0.00	7
	到期	MLF(回笼)365D	2022-10-17	5000	2.95	0.00	365
		逆回购7D	2022-10-17	20	2.00	0.00	7
		逆回购7D	2022-10-17	20	2.00	0.00	7
		逆回购7D	2022-10-17	170	2.00	0.00	7
		逆回购7D	2022-10-18	20	2.00	0.00	7
		逆回购7D	2022-10-19	20	2.00	0.00	7
		逆回购7D	2022-10-20	20	2.00	0.00	7
			逆回购7D	2022-10-21	20	2.00	0.00
		净投放		-190			
本周 (10.17-10.21)	投放	逆回购7D	2022-10-24	100	2.00	0.00	7
		逆回购7D	2022-10-25	2300	2.00	0.00	7
		逆回购7D	2022-10-26	2800	2.00	0.00	7
		逆回购7D	2022-10-27	2400	2.00	0.00	7
		逆回购7D	2022-10-28	900	2.00	0.00	7
	到期	逆回购7D	2022-10-24	20	2.00	0.00	7
		逆回购7D	2022-10-25	20	2.00	0.00	7
		逆回购7D	2022-10-26	20	2.00	0.00	7
		逆回购7D	2022-10-27	20	2.00	0.00	7
		逆回购7D	2022-10-28	20	2.00	0.00	7
		净投放		8400			
下周 (10.24-10.28)	到期	逆回购7D	2022-10-31	100	2.00	0.00	7
		逆回购7D	2022-11-01	2300	2.00	0.00	7
		逆回购7D	2022-11-02	2800	2.00	0.00	7
		逆回购7D	2022-11-03	2400	2.00	0.00	7
		逆回购7D	2022-11-04	900	2.00	0.00	7
		到期合计		8500			

资料来源：wind，民生证券研究院

## 4 货币市场利率变动

本周 (10.24-10.28) 货币市场利率走势:

(1) 资金利率普遍上行: DR001 利率上行 8.5bp 至 1.3%, DR007 上行 29.3bp 至 2.0%, R001 上行 6.8bp 至 1.4%, R007 上行 30.5bp 至 2.0%。

(2) 同业存单发行利率普遍上行: 1 月期 CD 利率上行 16.0bp 至 1.8%, 3 月期 CD 利率上行 13.7bp 至 2.0%, 6 月期 CD 利率上行 22.6bp 至 2.3%, 9 月期 CD (股份行) 利率上行 2.5bp 至 2.0%, 1 年期 CD (股份行) 利率上行 3.6bp 至 2.1%。

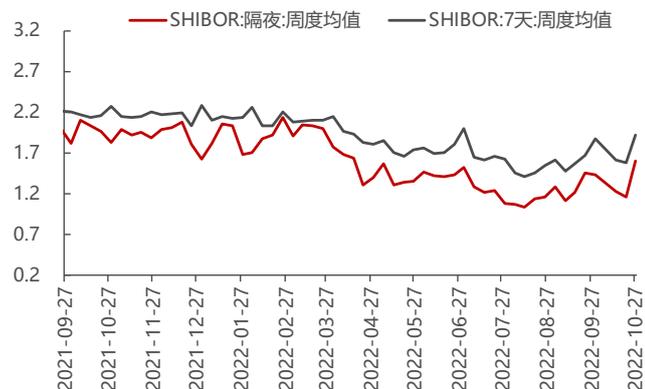
银行间质押式回购成交额日均为 47793 亿元, 比上周 (10.17-10.21) 减少 19859 亿元。其中, R001 日均成交额 39061 亿元, 平均占比 81.6%; R007 日均成交 7277 亿元, 平均占比 15.5%。

上交所新质押式国债回购日均成交额为 15312 亿元, 比上周 (10.17-10.21) 增加 1002 亿元, 其中, GC001 日均成交额 12784 亿元, 占比 83.7%, GC007 日均成交额 1774 亿元, 占比 11.5%。

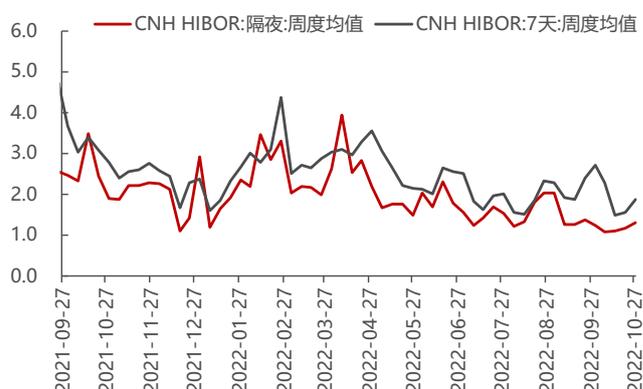
图5: 本周 (10.24-10.28) 货币市场利率变动情况 (BP, %)



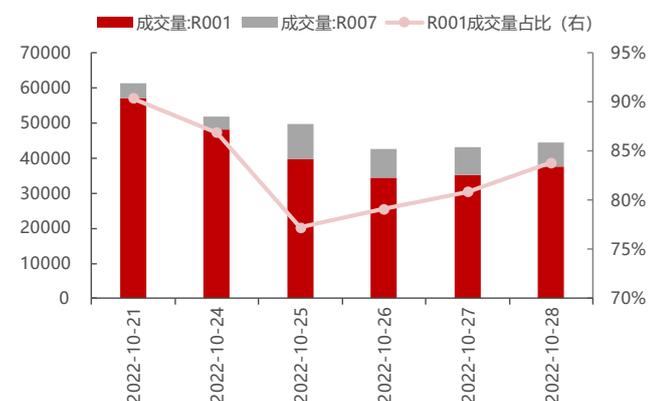
资料来源: wind, 民生证券研究院

**图6: SHIBOR 隔夜及 7 天 (周度均值) (%)**


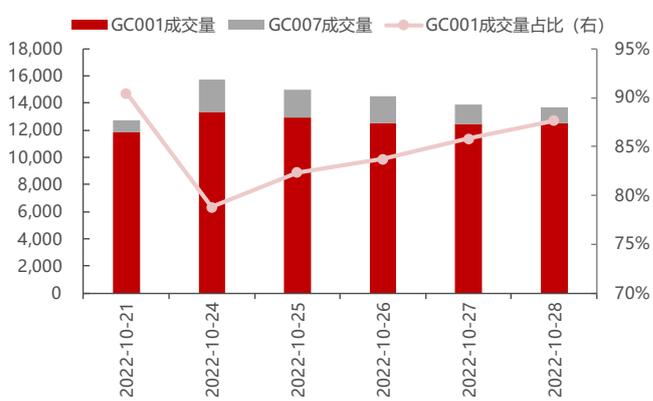
资料来源: wind, 民生证券研究院

**图7: CNHHIBOR 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 (10.24-10.28) 主要银行同业存单发行 2828 亿元, 净融资额为-3625 亿元, 对比上周 (10.17-10.21) 主要银行同业存单发行 5475 亿元, 净融资额为 600 亿元, **发行规模与净融资额下降。**

**分主体来看**, 城商行的发行规模最大, 农商行的净融资额最高。国有行、股份行、城商行、农商行分别发行 281 亿元、665 亿元、1576 亿元、306 亿元, 占比分别为 10%、24%、56%、11%, 净融资额分别为-437 亿元、-2089 亿元、-989 亿元、-111 亿元。

**分期限看**, 1 年期存单的发行规模最大, 1 月期存单的净融资额最高。1M、3M、6M、9M、1Y 期限发行规模分别为 522 亿元、321 亿元、611 亿元、152 亿元、1277 亿元, 占比分别为 18%、11%、21%、5%、44%; 净融资额分别为 61 亿元、-216 亿元、-3 亿元、-677 亿元、-2789 亿元。

**从发行成功率来看**, 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 83%、68%、89%; 期限方面, 1 月期发行成功率最高为 81%, 3 月期、6 月期、9 月期、1 年期存单发行成功率分别为 72%、77%、69%、72%; **AAA 级存单发行成功率最高为 77%**, AA 级和 AA+ 级存单发行成功率分别为 68%、66%。

#### 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 (10.24-10.28) 各主体的发行利率走势分化。股份行利率下行 0.1bp 至 2.0%。国有行、城商行、农商行利率分别上行 0.7bp、2.1bp、1.9bp 至 2.0%、2.3%、2.1%。

**从不同期限的发行利率来看**, 本周 (10.24-10.28) 各期限的发行利率走势分化, 1 月期、9 月期、1 年期 CD (股份行) 分别下行 0.3bp、7.0bp、0.1bp 至 1.6%、2.0%、2.0%。3 月期、6 月期 CD (股份行) 利率分别上行 12.6bp、7.0bp 至 1.9%、2.1%。

#### 5.1.3 同业存单发行利差跟踪

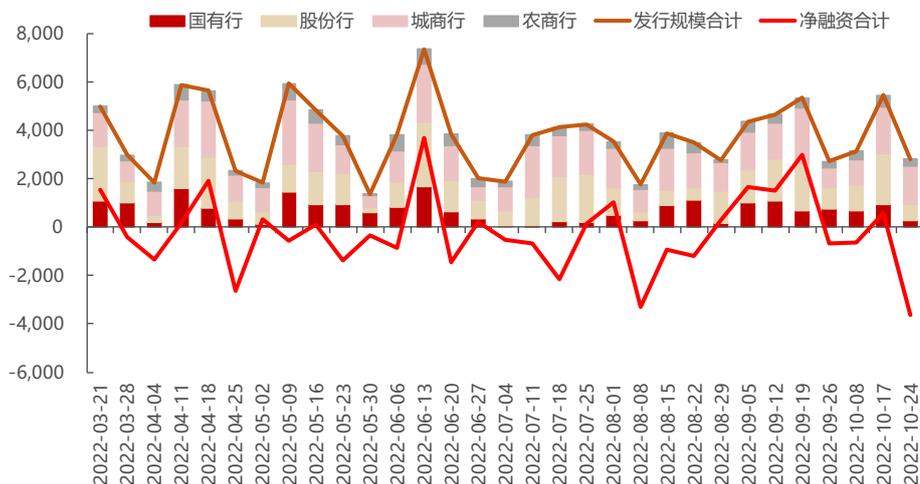
**本周 (10.24-10.28) 国有行和股份行发行利差上行**, 国有行与股份行发行利差上行 0.8bp 至-0.8bp, 城商行与股份行发行利差上行 2.2bp 至 22.6bp, 农商行与股份行发行利差上行 2.0bp 至 9.8bp。

**期限利差方面**, 1Y-1M 利差上行 5.4bp 至 78.0bp, 1Y-3M 利差下行 5.1bp

至 32.5bp, 1Y-6M 利差下行 0.7bp 至 6.9bp, 1Y-9M 利差上行 6.9bp 至 4.5bp。

此外, 1Y CD 与 R007 的利差下行 6.4bp 至 35.0bp, 1Y CD 与 R001 的利差下行 12.5bp 至 67.5bp, “1Y CD-1 年期 MLF” 利差下行 0.1bp 至 -72.5bp。

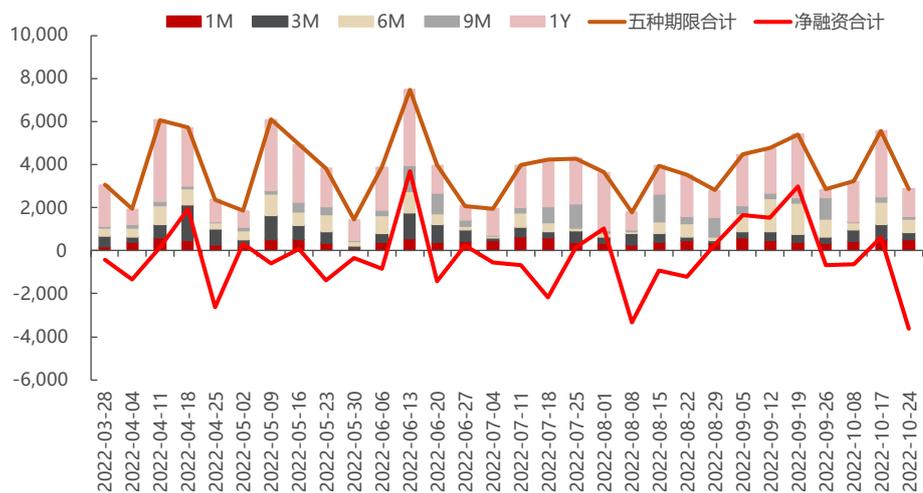
**图10: 主要银行同业存单发行情况 (亿元)**



资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 横轴表示当周周一

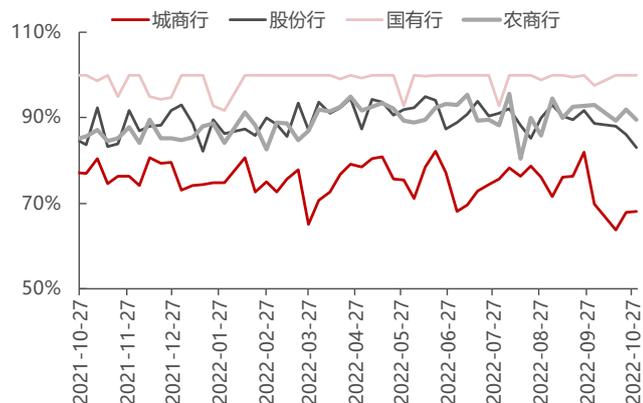
**图11: 不同期限同业存单发行情况 (亿元)**



资料来源: wind, 民生证券研究院

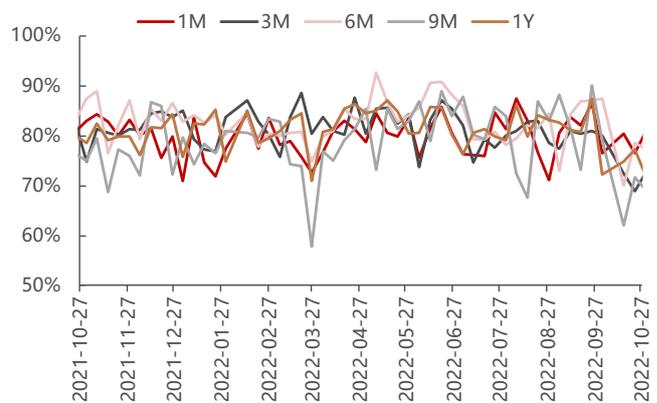
注: 横轴表示当周周一

图12: 不同银行 CD 发行成功率 (%)



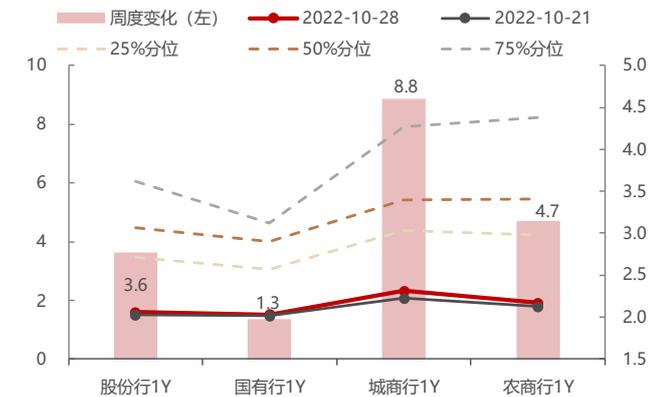
资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 不同期限 CD 发行成功率 (%)



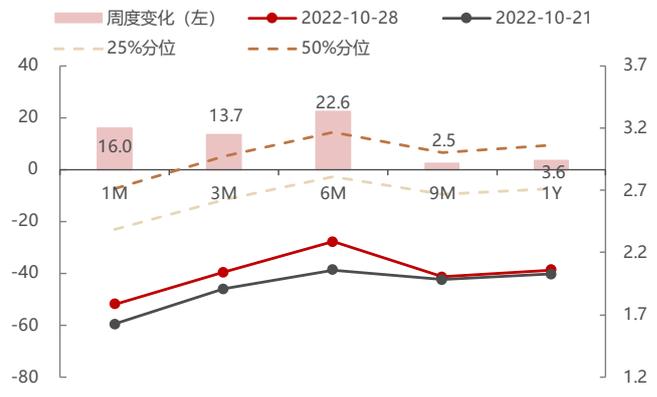
资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 不同银行 CD 发行利率一周变动 (BP, %)



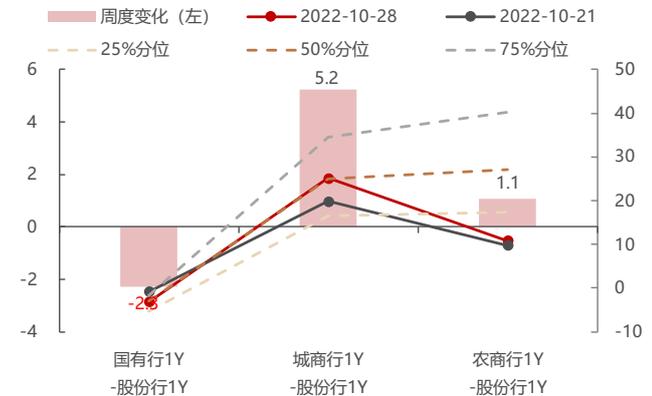
资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 不同期限 CD 发行利率一周变动 (BP, %)



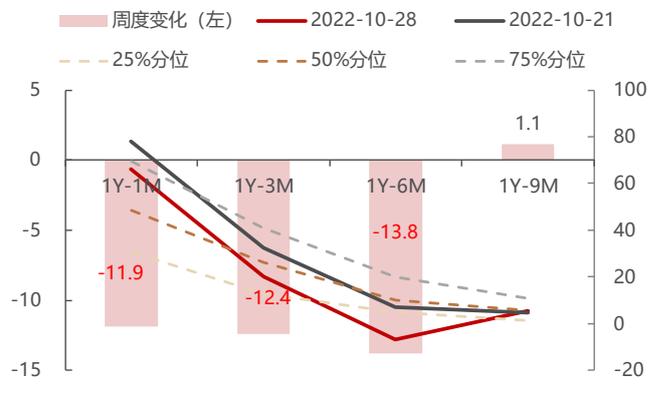
资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 主体发行利差一周变动 (BP, BP)



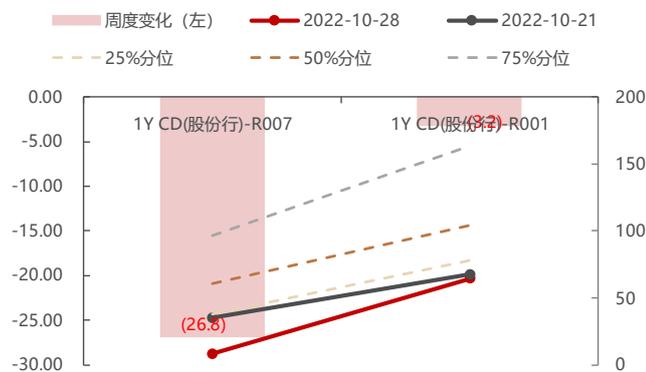
资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 期限发行利差一周变动 (BP, BP)

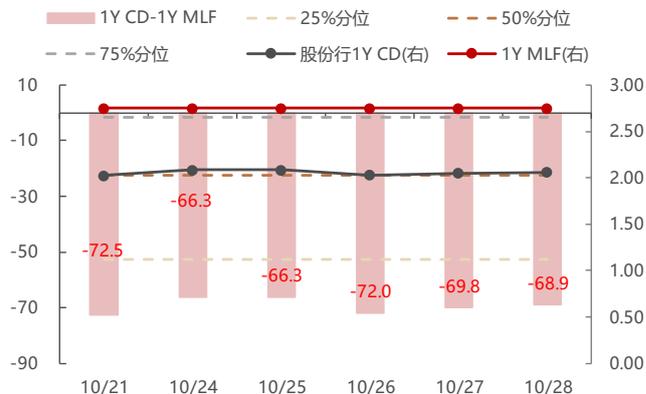


资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 当日空缺值由前值代替

**图18: 1YCD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: 1YCD与1YMLF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 (10.24-10.28) 同业存单收益率走势分化。**

**分主体看**, 农商行存单的收益率升幅最大。农商行利率上行 5.1bp 至 2.1%。股份行、国有行利率分别下行 0.2bp、0.2bp 至 2.0%、2.0%。

**分期限看**, 3 月期存单的收益率升幅最大。1M、3M、6M、9M、1Y 期限收益率分别上行 0.1bp、5.0bp、4.6bp、0.3bp 至 1.6%、1.8%、1.9%、2.0%。1Y 期限收益率下行 2.0bp 至 2.0%。

**分等级看**, AA+ 级存单的收益率升幅最大。AAA 等级存单收益率下行 2.0bp 至 2.0%。AA+、AA 等级存单收益率分别上行 6.0bp、6.0bp 至 2.2%、2.3%。

### 5.2.2 同业存单收益率利差跟踪

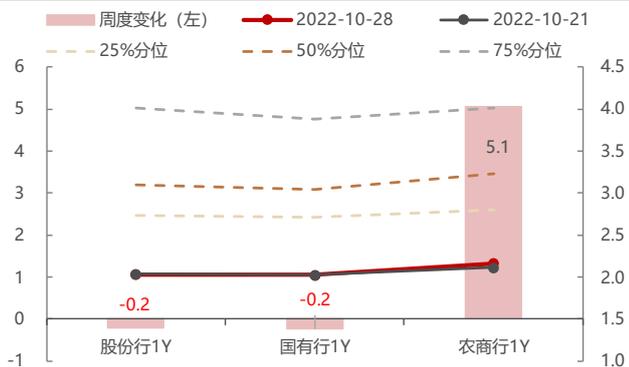
**本周 (10.24-10.28) 国有行与股份行存单利差与上周持平**, 国有行与股份行 1 年期存单利差与上周持平, 为-1.0bp, 农商行与股份行 1 年期存单利差上行 5.3bp 至 12.9bp。

**1 年期与 1 月期存单利差下行**, 1 年期与 1 月期存单利差下行 2.1p 至 41.9bp, 1 年期与 3 月期存单利差下行 7.0bp 至 17.1bp, 1 年期与 6 月期存单利差下行 6.6bp 至 7.2bp, 1 年期与 9 月期存单利差下行 2.3bp 至 2.1bp。

**等级利差方面**, AA+(1Y)-AAA(1Y)存单利差上行 8.0bp 至 15.0bp, AA(1Y)-AAA(1Y)存单利差上行 8.0bp 至 31.0bp。

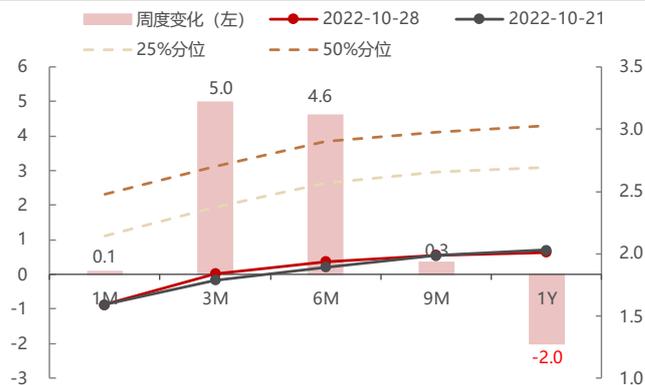
**此外**, “1Y CD-1Y MLF” 利差上行 3.6bp 至-68.9bp, “1Y CD-10Y 国债” 利差上行 6.0bp 至-63.3bp。

图20: 不同银行 CD 收益率一周变动 (BP, %)



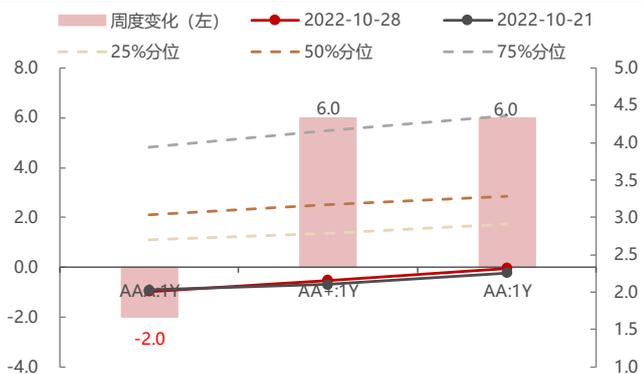
资料来源: wind, 民生证券研究院

图21: 不同期限 CD 收益率一周变动 (BP, %)



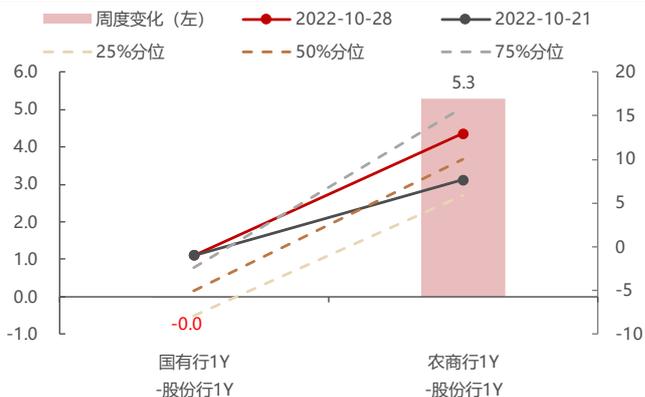
资料来源: wind, 民生证券研究院

图22: 不同等级 CD 收益率一周变动 (BP, %)



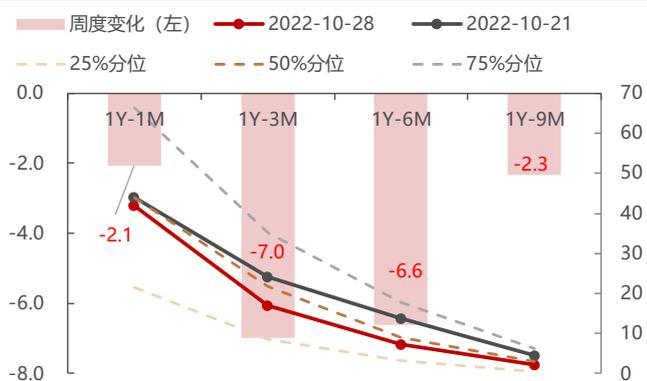
资料来源: wind, 民生证券研究院

图23: 主体利差一周变动 (BP, BP)



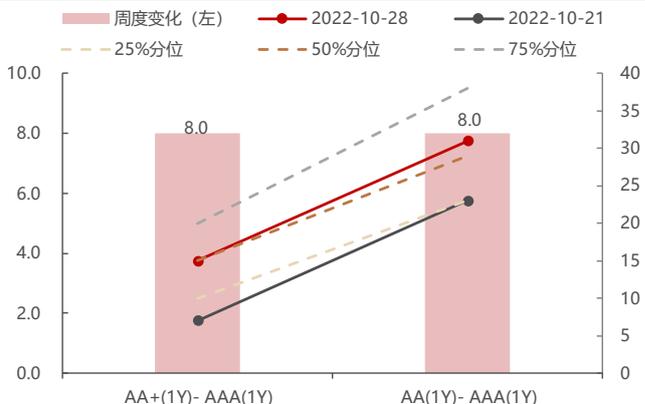
资料来源: wind, 民生证券研究院

图24: 期限利差一周变动 (BP, BP)



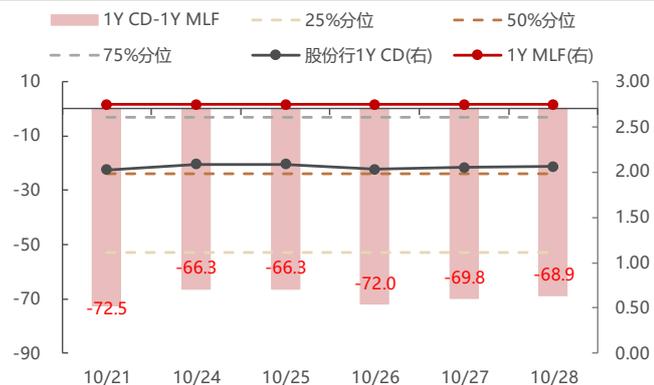
资料来源: wind, 民生证券研究院

图25: 等级利差一周变动 (BP, BP)



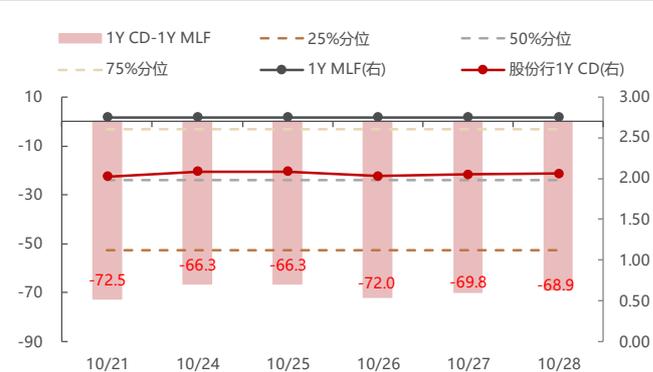
资料来源: wind, 民生证券研究院

图26: 1YCD与1YMLF利差一周变动 (BP, %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图27: 1YCD与10Y国债利差一周变动 (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 (10.24-10.28) 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: CNHHIBOR 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: 1YCD 与资金利率发行利差 (BP, BP)	11
图 19: 1YCD 与 1YMLF 发行利差 (BP, %)	11
图 20: 不同银行 CD 收益率一周变动 (BP, %)	12
图 21: 不同期限 CD 收益率一周变动 (BP, %)	12
图 22: 不同等级 CD 收益率一周变动 (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: 1YCD 与 1YMLF 利差一周变动 (BP, %)	13
图 27: 1YCD 与 10Y 国债利差一周变动 (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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026