

2022年11月26日

继续宽松且创新工具——全面降准点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

中国人民银行决定于2022年12月5日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)。

● 经济承压、满足岁末流动性需求、海外制约弱化推动降准

本次降准的原因主要有三点：首先，10月经济数据较弱，投资、消费、出口、信贷等均较低迷，降准以达到稳增长的目的。其次，平抑短期波动以及满足中长期流动性需求。一方面，降准释放宽松信号，有助于稳定资金利率，缓和债市短期风险；另一方面，稳增长是四季度货币政策的主要目标，特别是配合近期地产、制造业等信贷政策，降准可满足信贷增长对中长期流动性的需求，提高政策实施效果。最后，美联储加息节奏将放缓，降低我国货币政策宽松的制约。

此外，尽管央行在Q3货币政策报告中更加担忧通胀，但目前核心CPI、PPI仍体现出通缩特征，我们认为通胀还不足以构成较大威胁。综合来看，降准可稳经济、稳流动性，短期也不会带来较大通胀压力。

● 降准有利于宽信用稳地产，但考虑疫情影响，经济回升实际效果或有限

从对经济的影响来看，本次降准释放5000亿资金，有助于降低银行负债成本，降低企业和居民融资成本，加大商业银行对实体经济的支持。

近期政策高频表态稳地产、加大制造业信贷支持等，我们认为降准更多利好投资端。一方面，央行加大对房地产领域信贷支持。包括Q3货币政策报告指出“推动保交楼专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度”，叠加扩容支持民企发债的“第二支箭”“房地产金融16条”、2000亿商业银行免息再贷款等重磅政策落地，地产供给端支持加码。另一方面，政策多次鼓励商业银行四季度加大制造业设备更新改造再贷款、政策性金融工具配套基建贷款等投放力度。因此，降准将有助于对房地产、制造业、基建等的信贷支持，促进投资端需求回升。但需要注意近期国内疫情有所反复，经济总体回升幅度可能有限。

● 预计降准利好股债，但提振幅度有限

从历史规律来看，降准之后上证综指和沪深300短期胜率较高，创业板在权益市场中表现最优；降准落地后债券收益率持续下行。对应到本次我们认为降准对股债形成利好，但提振幅度可能有限。

● 后续降准步长缩窄、LPR降息可能性提升、可研究“货币直达风险”机制

第一，测算降准空间或还有280bp左右，降准步长缩窄至25bp可能成为常态。近两次降准幅度克制的原因在于：1)今年流动性整体较为充裕。2)降准前期通过央行上缴利润、PSL和再贷款投放等释放流动性。往后看，若假设5%为存款准备金率的隐含下限，简单估算未来还有280bp左右的降准空间。此外，央行仍有补充流动性的其他结构性工具，因此降准步长缩窄至25bp可能成为常态。

第二，预计降准之后会有降息，特别是1年期和5年期LPR，以及房贷利率。一方面，我们测算本次降准将释放银行负债端成本56.5亿元，提升银行净息差0.55bp，为降息提供了空间，后续可能会迎来LPR的调降，包括1年期和5年期LPR。另一方面，近期供需端同时发力稳地产，预计后续房贷利率仍可能下调。

第三，继续创新防风险领域货币政策工具，可研究更加高效的“货币直达风险”机制。近些年，央行在重点行业和重点风险领域已经创新多种货币政策工具：一是面向中小企业、制造业创新了专项再贷款等直达机制；二是出台多种地产纾困政策，例如保交楼专项借款、民企发债“第二支箭”、拓宽房贷利率下限等。我们认为可将直达机制与风险化解有机结合，减少中间环节，降低传导成本，研究更加高效的“货币直达风险”机制，更好化解风险。

● 风险提示：政策变化超预期；疫情演变超预期。

相关研究报告

宏观研究

宏观经济点评

开源证券 证券研究报告

目 录

1、经济承压、流动性需求、海外制约弱化是主要原因.....	3
2、降准支撑投资端需求，但对经济总体影响或有限.....	3
3、预计降准利好股债，但提振幅度有限.....	4
4、如何看待后续货币政策？降准步长缩窄、LPR 降息可能性提升、可研究“货币直达风险”机制.....	4
风险提示.....	6

图表目录

图 1：DR007 利率上行接近政策利率.....	5
图 2：1 年期同业存单利率快速上升.....	5
图 3：9-10 月 PSL 净投放超 2 千亿元.....	5
表 1：历史上降准后利好股债.....	6

中国人民银行决定于2022年12月5日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)。

1、经济承压、流动性需求、海外制约弱化是主要原因

本次降准的原因主要有三点：

(1) 首先，10月经济数据较弱，投资、消费、出口、信贷等均较低迷，降准以达到稳增长的目的。固定资产投资增速下行，房地产、制造业投资单月同比均回落近4个百分点。消费受疫情反复影响持续走弱，10月社零同比增速降至-0.5%。同时，10月出口也录得负增长。10月整体经济复苏放缓，主因内需持续低迷，以降准引导银行成本下降、进而降低企业和居民融资成本的必要性上升。

(2) 其次，平抑短期波动以及满足中长期流动性需求，同时助力宽信用。一方面，稳定资金利率，缓和债市短期风险。11月货币资金面收敛，短期资金利率中枢抬升，债市及银行理财市场情绪出现波动。近期DR007等短期资金利率快速上升，中枢由10月最低的1.13%上升至1.79%左右，1Y同业存单利率也出现较大幅度的抬升，市场利率向政策利率收敛。债市与货币市场阶段性调整，债券收益率快速推高，引发银行理财产品净值回撤，一时间银行理财赎回压力增大。针对这种情况，央行也快速做出了应对，加大公开市场货币投放，上周短期资金利率有所回落。降准能释放更明确的宽松信号，安抚市场情绪。

另一方面，稳增长是四季度货币政策的主要目标，宽松的流动性助力宽信用。在第三季度货币政策执行报告中，央行提到“为巩固经济回稳向上态势、做好年末经济工作提供适宜的流动性环境”，体现货币政策对四季度银行流动性的支持。结合11月21日易纲行长在金融街论坛年会上的发言“近几年，我们综合运用降准以及公开市场业务操作和结构性货币政策工具等方式来主动投放和调节流动性”，降准可满足信贷增长对中长期流动性的需求。

(3) 美联储加息节奏将放缓，降低我国货币政策宽松的制约。年初以来中美货币周期错位，美联储持续紧缩，我国虽始终保持“以我为主”的相对宽松基调，但货币政策空间仍受到一定程度制约。10月份美国CPI超预期下行，总体通胀压力后续可能会逐渐减轻，美联储快速加息的动力将会逐步降低，受此影响，美元指数或逐步回落，外部环境上人民币汇率受到的贬值压力将会边际放缓。我国货币政策受到的外部制约减轻，宽松力度可以适当放开，是适宜的降准时机。

此外，尽管央行在Q3货币政策报告中更加担忧通胀，但目前核心CPI、PPI仍体现出通缩特征，我们认为通胀还不足以构成较大威胁。综合来看，降准是为应对经济、出口、信贷等均弱的现状以稳增长，并满足流动性需求而做出的正常货币政策操作，短期也不会带来较大通胀压力。

2、降准支撑投资端需求，但对经济总体影响或有限

从对经济的影响来看，本次降准释放5000亿资金，有助于降低银行负债成本，进一步打开银行降低实体融资成本的空间，加大对实体经济的支持。Q3货币政策执行报告中，央行表明要“加大稳健货币政策实施力度，搞好跨周期调节，坚持不搞‘大水漫灌’，并新增“推动降低企业融资和个人消费信贷成本”(Q2是推动降低企业综合融资成本)，以此推断降准有助于1年期和5年期LPR的下调，有利于推动企业和居民实际融资成本的下行。

具体来看，近期政策高频表态稳地产、加大制造业信贷支持等，我们认为降准更多利好投资端。一方面，央行将加大对房地产领域信贷支持。Q3 货执报告新增“推动保交楼专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持”，预计后续保交楼专项借款额度将增加。11 月 23 日国常会提出“推进保交楼专项借款尽快全面落到项目，激励商业银行新发放保交楼贷款”，再结合近期扩容支持民企发债的“第二支箭”、“房地产金融 16 条”、2000 亿商业银行免息再贷款等重磅政策落地，地产供给端支持加码。另一方面，政策多次鼓励商业银行四季度加大制造业设备更新改造再贷款、政策性金融工具配套基建贷款等投放力度，促进经济回稳向上。在此背景下，降准将助力宽信用政策效果的显现，加大对房地产、制造业、基建等的信贷支持，促进投资端需求回升，进而拉动内需。但需要注意近期国内疫情有所反复，经济总体回升幅度可能有限。

3、 预计降准利好股债，但提振幅度有限

资产配置方面，此次降准预计利好股债，但提振幅度可能有限。历史规律来看，降准之后上证综指和沪深 300 短期胜率较高（即股指上行的概率），中长期胜率出现下滑但涨幅扩大。创业板在权益市场中表现最优，后一周、后一个月、后三个月胜率为 56%、61%、56%，平均上涨 1.25%、6%、7.74%；与股市相比，债券收益率似乎更能在降准前纳入一定预期（price in），具体表现为 10 年国债和 10 年国开债在降准前一周平均下行 4.5 和 5.1 个 BP，一般来说降准落地后债券收益率持续下行。总体看，历史经验表明降准利好股债，股好于债，创业板表现最优；对应到本次我们认为降准对股债形成利好，但提振幅度可能有限。

4、 如何看待后续货币政策？降准步长缩窄、LPR 降息可能性提升、可研究“货币直达风险”机制

第一，测算降准空间或还有 280bp 左右，降准步长缩窄至 25bp 可能成为常态。2018 年以来，央行降准幅度大多为 50bp 或 100bp，而 2022 年最近的两次降准幅度均仅有 25bp。我们认为幅度克制的原因在于：1) 2022 年流动性整体处于合理充裕环境，短期资金利率中枢基本低于政策利率。2) 降准前期均已释放流动性。4 月降准前央行上缴利润 1 万亿形成财政支出，弥补大部分流动性缺口；近期央行已投放三千多亿 PSL、科技创新再贷款等结构性工具，释放银行间流动性。往后看，降准空间逐渐有限，4 月与本次降准央行均指出“不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构”，若假设 5% 为存款准备金率的隐含下限。本次降准后的平均存款准备金率为 7.8%，简单估算未来还有 280bp 左右的降准空间。此外，央行仍有补充流动性的其他结构性工具，降准可保持“适度”，因此我们认为降准步长缩窄至 25bp 可能成为常态。

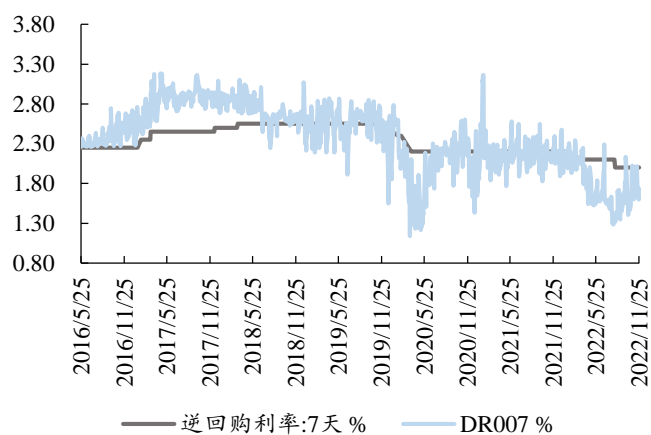
第二，预计降准之后会有降息，特别是 1 年期和 5 年期 LPR，以及房贷利率。一方面，降准提高商业银行净息差，我们测算本次降准将释放银行负债端成本 56.5 亿元，提升银行净息差 0.55bp，为降息提供了空间，后续可能会迎来 LPR 的调降，包括 1 年期和 5 年期 LPR。

另一方面，近期央行、银保监会发布了《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，推出稳定地产发展的 16 条金融举措。除“保交楼”配套融资支持外，《通知》鼓励金融机构对开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期；支持优质房企融资；因城施策确定个人首套房贷款标准等。供需端同时发力支持地产

平稳健康发展，因此我们预计房贷利率仍可能继续下调，方式上可采用下调房贷利率下限、下调 LPR 加点、甚至下调 5 年期 LPR 等。

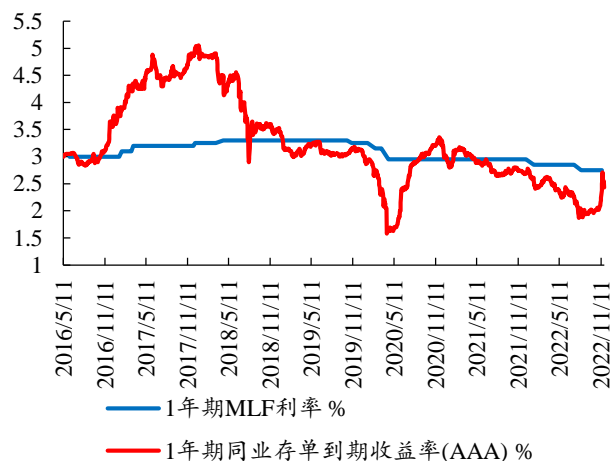
第三，继续创新防风险领域货币政策工具，我们认为可研究更加高效的“货币直达风险”机制。央行三季度货币政策执行报告指出“以制定金融稳定法和设立金融稳定保障基金为契机，进一步健全和固化金融风险防范、化解、处置长效机制”，“密切关注重点领域风险”，体现央行对风险防范化解的重视。近些年，央行在重点行业和重点风险领域已经创新多种货币政策工具：一是在支持受疫情冲击的行业、中小企业、制造业等方面创新了诸如专项再贷款等直达机制；二是出台多种地产纾困政策，例如保交楼专项借款、免息再贷款；民企发债“第二支箭”；拓宽房贷利率下限等。我们认为可将直达机制与风险化解有机结合，减少中间环节，降低传导成本，研究更加高效的“货币直达风险”机制，更好化解风险。

图1: DR007 利率上行接近政策利率



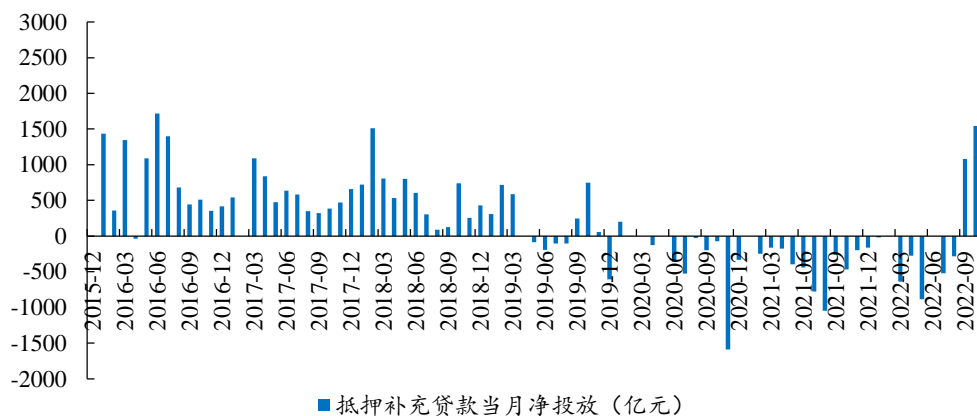
数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 1 年期同业存单利率快速上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 9-10 月 PSL 净投放超 2 千亿元



数据来源: Wind、开源证券研究所

表1: 历史上降准后利好股债

资产类别	上证综指 涨跌幅 (%)				沪深300 涨跌幅 (%)				创业板 涨跌幅 (%)				10Y国债收益率 (BP)				10Y国开债收益率 (BP)			
	前 一周	后 一周	后一 个月	后三 个月	前 一周	后 一周	后一 个月	后三 个月	前 一周	后 一周	后一 个月	后三 个月	前 一周	后 一周	后一 个月	后三 个月	前 一周	后 一周	后一 个月	后三 个月
2008-09-25	21.19	-5.39	-24.99	-18.88	17.28	-4.27	-25.58	-15.13	-	-	-	-	1.56	-4.67	-57.54	####	-11.36	9.54	-64.02	####
2008-10-15	-4.66	-4.96	-0.41	-6.58	-5.36	-4.23	1.53	-1.99	-	-	-	-	-24.37	8.60	-15.80	-28.05	-19.29	1.77	-39.72	-57.33
2008-12-05	7.88	-3.19	-6.83	10.03	10.01	-2.62	-6.47	14.49	-	-	-	-	-8.44	1.76	-19.59	32.49	-5.40	11.00	-14.36	43.43
2008-12-25	-8.10	1.53	8.60	23.71	-8.52	0.65	9.96	28.36	-	-	-	-	0.04	0.55	33.21	42.50	5.87	-4.07	30.34	54.84
2011-12-05	-2.09	-1.79	-7.02	4.79	-2.02	-1.73	-8.83	5.60	-8.58	-0.21	-10.77	-4.18	-19.82	5.07	-0.25	11.94	-25.56	-0.09	-4.73	16.85
2012-02-24	3.50	0.86	-3.65	-3.63	4.37	1.21	-3.50	-1.99	6.20	-0.61	-3.29	-6.52	-1.97	4.52	0.83	-15.45	2.38	5.82	15.35	-4.57
2012-05-18	-2.11	-0.47	-1.21	-9.91	-2.39	-0.03	0.28	-9.88	-2.06	-0.49	6.62	2.45	-12.93	-5.95	4.93	-1.47	-21.09	-7.05	4.53	3.75
2015-02-05	-3.86	1.18	5.29	34.84	-3.30	2.26	5.07	35.24	3.68	0.82	12.40	60.43	-9.48	-1.53	9.04	5.42	-14.98	1.02	11.92	12.91
2015-04-20	2.31	7.36	5.44	-5.33	2.28	6.32	5.15	-7.99	-5.93	13.31	40.47	17.46	-21.31	-6.02	-2.72	4.55	-19.73	-17.12	-0.57	4.07
2015-09-06	-3.92	1.12	2.04	14.82	-3.45	0.94	1.42	13.45	-5.18	0.67	15.67	44.61	-6.00	1.00	-7.94	-29.23	-2.86	1.67	-7.35	-37.72
2015-10-23	0.62	-0.88	5.80	-15.59	1.05	-1.04	5.10	-13.72	3.65	-2.37	9.15	-16.78	-8.16	2.00	9.02	-24.86	-9.49	-5.98	3.53	-43.21
2016-03-01	-5.86	6.15	9.91	3.27	-5.14	6.04	9.81	4.64	-12.77	3.48	15.68	6.39	0.76	8.25	-1.08	12.49	2.83	7.64	6.28	16.54
2018-04-25	0.86	-1.18	0.75	-6.81	1.66	-1.70	-0.32	-6.45	-0.16	-0.98	-0.82	-10.43	11.05	5.47	0.08	-5.03	7.24	8.78	1.88	-21.34
2018-07-05	-1.90	3.80	-1.05	-0.64	-2.37	4.15	-2.07	-1.54	-0.71	5.35	-5.99	-11.68	-2.99	1.53	-4.37	11.50	-15.86	0.39	-9.48	4.20
2018-10-15	-5.46	3.38	2.50	-1.26	-5.00	4.60	2.51	-1.88	-7.64	5.18	10.84	-0.34	-2.98	0.53	-16.39	-45.60	-1.48	-2.47	-17.37	-62.93
2019-01-15	1.74	0.36	5.81	23.63	2.63	0.49	8.76	27.10	0.22	-1.11	7.55	31.64	1.72	-3.12	-6.57	23.53	8.97	1.50	1.52	29.86
2019-01-25	0.22	0.63	13.82	20.07	0.51	1.98	17.11	23.78	-0.32	0.46	21.40	31.96	4.88	-3.66	3.89	27.95	8.50	-7.24	5.02	22.66
2019-09-16	0.20	-1.77	-1.72	-1.53	-0.38	-1.69	-0.89	0.75	-1.09	-1.75	-3.38	3.85	6.76	0.79	7.67	9.28	9.97	-4.46	2.06	4.46
2020-01-06	1.43	1.04	-8.60	-8.52	1.17	1.81	-7.28	-8.02	3.89	4.04	4.29	5.91	0.30	-5.12	-29.12	-62.40	-0.61	-3.97	-31.55	-68.90
2021-07-09	0.15	0.43	-0.84	1.93	-0.23	0.50	-1.65	-2.75	2.26	0.68	1.39	-4.87	-6.98	-6.73	-14.90	-9.19	-6.64	-7.24	-18.18	-18.26
2021-12-06	0.75	2.56	-0.09	-6.03	0.85	3.91	-1.52	-11.03	-2.78	2.67	-8.18	-22.77	-0.74	3.76	0.29	1.00	-2.71	2.26	1.39	0.86
2022-04-15	-1.25	-3.87	-4.28	0.52	-0.99	-4.19	-5.54	1.43	-4.26	-6.66	-5.25	12.20	0.49	8.31	6.38		-0.49	8.77	2.10	
涨幅	0.07	0.31	-0.03	2.40	0.12	0.61	0.14	3.29	-1.75	1.25	5.99	7.74	-4.48	0.70	-4.59	-6.71	-5.08	0.02	-5.52	-10.45
胜率	55%	59%	45%	45%	45%	59%	50%	45%	33%	56%	61%	56%	41%	64%	45%	52%	32%	55%	55%	57%

数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 观察期“T-7”、“T+7”、“T+30”、“T+90”分别代表降准公告日的前一周、后一周、后一个月、后三个月。若对应日期没有数据, 则选取附近有数据日作为近似替代; 计算胜率时, 股指上行为胜, 债券收益率下行为胜。

风险提示

政策变化超预期; 疫情演变超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn