

中美欧都好于预期

——1月宏观变量与资产价格复盘

分析师: 高明
执业资格: S0130522120001
联系电话: 010-80927606
电子邮件: gaoming_yj@chinastock.com.cn
报告日期: 2023年1月31日

中国银河证券股份有限公司
CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

结论、重要事件与风险提示

2023年1月全球风险资产普遍上涨，中国、美国、欧元区经济均好于预期。

- **美国：**上半年美国通胀率将会快速回落，支持美联储放缓加息；同时GDP增长好于预期；流动性与基本面双重驱动美股反弹。
- **欧洲：**PMI收窄降幅，显示衰退程度缓解。未来加息空间仍有75BP，可能增加个别国家债务风险，但指向美元指数进一步回落。
- **港股：**美元流动性改善、中国基本面改善，双重利好驱动，保持11月以来的上行趋势。
- **中国：**疫情快速过峰，外资驱动人民币升值、A股上行，但6.75已经是主要机构给出的2023Q4远期值，未来会出现驱动资金的切换。行业层面：首先，扩大内需是上半年首要任务，住房改善、新能源汽车是主要抓手。其次，国内陆续出台科技创新激励措施；美股整体盈利底由能源企业主导，不应对科技公司盈利过度悲观，科技公司“盈利底”可能在三季度到来；同时布林肯访华也显示中美关系存在交易性机会。第三，疫情快速过峰，尽管面临人口等长期问题，但消费的困境反转进度好于预期。最后，出口持续降速，PPI处于负值区间，制造业利润承压，需要等“两会”确定政策力度。
- **商品：**1月国际原油、铜、金都保持上升，国内螺纹钢进一步回升。但目前国内复苏仍处在初期，全球衰退预期仍没有缓解，能源材料并无大机会。

海外事件

- 2月1日美联储、欧央行议息会
- 2月5日美国国务卿布林肯即将访华

国内事件

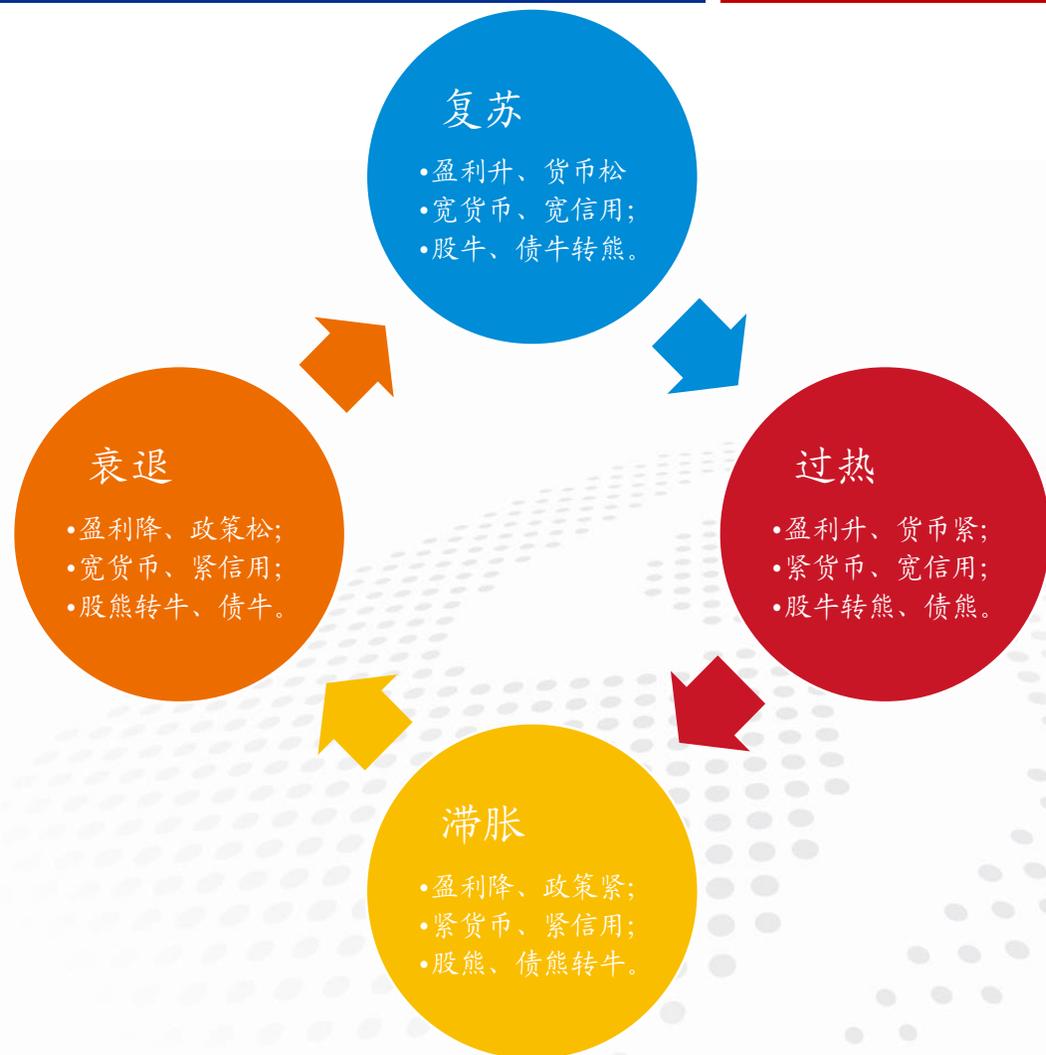
- 3月上旬：2023年《政府工作报告》
- 4月下旬：中央政治局会议、中央财经委会议等

风险提示

- 地缘政治冲突加剧
- 高债务经济体信用危机
- 新冠病毒复阳概率过高

中国投资时钟分析框架：融合“货币+信用”与“盈利+政策”

1. 全球流动性影响全球风险资产价格。
2. 通过“货币+信用”框架对中国经济周期进行定位。其中，货币因子是指中央银行向金融机构的货币投放情况，以同业存单利率衡量；信用因子是指金融机构向企业和居民的信用投放，以社会融资增速及其结构（特别是中长期贷款）衡量。
3. 通过“企业盈利+政策方向”对中国经济周期进行定位：在实际GDP增速平稳时期，企业盈利主要取决于价格，因此PPI是有效指标。政策因素衡量以货币供应量及降息等货币政策操作更为领先；但在货币政策微调时期，财政政策的影响可能会上升。



1.1. 全球风险资产表现 (截至1月30日)

图：全球风险资产月度涨幅

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

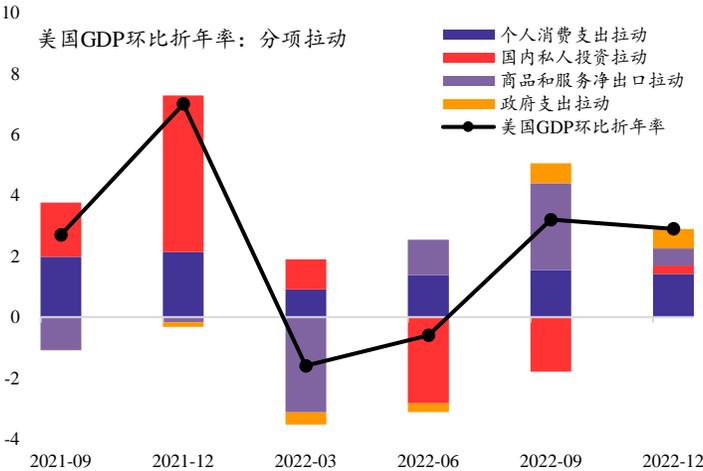
大类	风险资产	2022M1 涨幅	2022M2 涨幅	2022M3 涨幅	2022M4 涨幅	2022M5 涨幅	2022M6 涨幅	2022M7 涨幅	2022M8 涨幅	2022M9 涨幅	2022M10 涨幅	2022M11 涨幅	2022M12 涨幅	2023M1 涨幅
A股 港股	万得全A	-8.9	2.8	-7.2	-10.2	5.9	11.2	-1.3	-2.9	-8.9	-3.5	7.8	-2.1	7.1
	上证综指	-7.1	3.0	-5.8	-6.7	4.6	7.9	-3.2	-1.6	-6.3	-4.9	8.1	-1.9	5.7
	沪深300	-7.3	0.4	-7.7	-5.6	1.9	11.3	-5.7	-2.2	-6.6	-8.3	8.8	0.6	8.0
	创业板指	-12.5	-1.0	-6.9	-14.0	3.7	19.6	-3.5	-3.7	-12.4	-2.9	4.2	0.3	10.2
	恒生指数	3.0	-3.6	-3.4	-5.1	1.5	3.5	-8.4	-1.0	-13.7	-14.4	25.1	8.7	14.7
美股	道琼斯指数	-3.5	-2.4	1.8	-6.4	0.0	-7.3	5.9	-4.1	-9.6	12.0	5.3	-2.1	2.5
	标普500	-5.5	-1.3	3.3	-10.2	0.0	-9.0	8.2	-4.2	-10.0	6.4	4.6	-3.0	6.0
	纳斯达克指数	-9.5	-0.1	3.8	-14.6	-2.1	-9.1	10.8	-4.6	-11.0	2.3	3.3	-4.7	11.0
欧股	英国富时指数	0.8	-0.1	0.4	-0.5	0.8	-5.7	1.5	-1.9	-6.4	3.1	7.5	-0.8	4.2
	法国CAC40指数	-2.4	-4.4	-1.4	-3.1	-1.0	-9.7	6.9	-5.0	-7.2	10.4	7.4	-2.9	9.6
	德国DAX指数	-2.6	-5.6	-1.0	-3.5	2.1	-12.3	3.7	-4.8	-6.5	10.7	8.7	-3.0	8.8
商品	布伦特原油	14.5	8.1	11.4	-3.6	13.4	-4.4	-6.7	-12.0	-9.2	4.1	-10.8	2.9	2.1
	LME铜	-1.6	3.7	5.0	-6.3	-3.4	-13.7	-5.7	-1.6	-4.8	-1.3	9.7	4.2	10.7
	螺纹钢	11.8	-1.5	10.0	-1.4	-3.7	-5.1	-8.6	-8.4	-3.0	-11.4	6.6	8.7	2.3
	伦敦金	-1.0	6.6	2.5	-1.9	-3.1	-2.6	-2.9	-3.1	-3.6	-1.6	7.5	4.2	5.7
货币	美元指数	0.7	-0.5	1.9	5.5	-1.4	3.0	0.7	2.7	3.1	-0.3	-4.2	-3.1	-1.5

- A股**：12月因疫情过峰出现一定波动，但1月回归涨势，其中外资流入显著成为主要驱动力，原因一方面是美元回落人民币升值，另一方面外资对疫情过峰更有理解，因此对中国经济复苏的态度更乐观。
- 港股**：美元流动性改善、中国基本面改善，双重利好，保持11月以来的上行趋势。
- 美股**：CPI、PCE进一步回落，支持美联储放缓加息；同时四季度GDP增速好于预期；流动性与基本面双重驱动美股反弹。
- 欧股**：PMI显示衰退程度缓解。未来加息空间仍有75BP，这可能增加个别国家债务风险，但指向美元指数进一步回落。
- 商品**：1月国际原油、铜价都保持上升，国内螺纹钢进一步回升。反映美联储加息幅度放缓，国内经济复苏预期等。但目前国内复苏仍处在初期，全球衰退预期仍然较强，能源材料并无大机会。

1.2. 美国经济与通胀

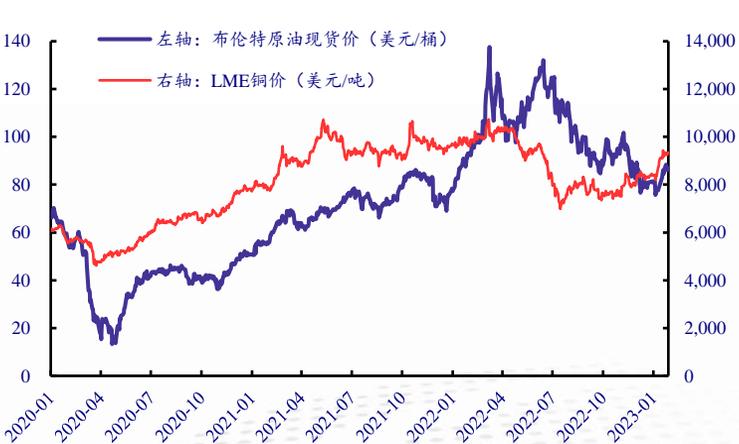
1. 美国经济“软着陆”：2022Q4美国GDP环比折年率为2.9%，高于2.6%的市场预期，且连续两个季度保持增长。其中，消费在超额储蓄和工资增长等因素的支撑下降幅缓和。投资表面摆脱了连续两个季度的负增长，但剔除波动较大的进出口和库存等部分后仍处于下行通道。

图：2022Q4美国GDP环比+，同比，连续两个季度为正



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

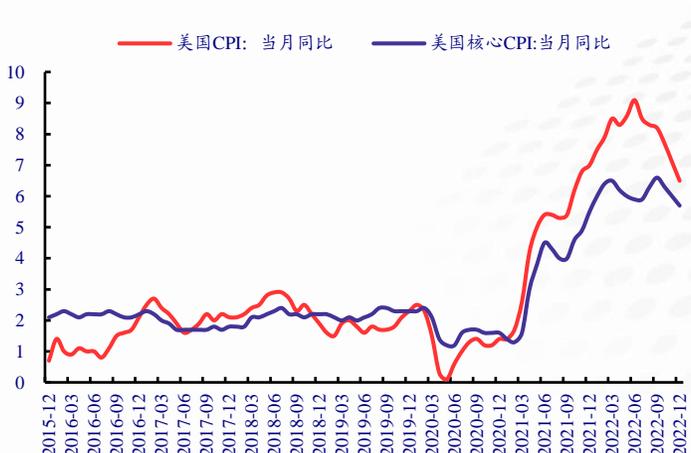
图：2022年4月以来国际铜价、油价先后见顶回落



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. 国际油价：国际油价1月有所反弹但并未反转，国际铜价稳中有升，但主要是美联储加息放缓与中国经济复苏预期带来的修复，缺乏进一步上行的动力。

图：美国CPI延续7月以来的下行趋势，核心CPI也基本见顶



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图：2022年下半年以来美国PCE物价指数和核心PCE都见顶回落



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3. 通胀预期：美国CPI可能在2023年上半年加速回落，下半年在3.0%左右平行。

1.3. 美联储、利率、汇率

- 联储加息预期：** 美国经济仍处于下行通道。在通胀回落的背景下，市场预期美联储2月进一步放缓加息至25BP的概率较高。3月或5月可能停止加息；11月可能开始降息。
- 美国国债：** 10年期收益率收于3.55%，当前通胀率持续回落；但美国经济“软着陆”的概率较高，衰退交易存在过度的可能。
- 欧元区：** 经济好于预期，但核心通胀仍在历史高位，欧央行年内仍有75BP加息的可能。因此上半年美元指数震荡回落确定性较高。
- 汇率：** 美元指数已降至101.9。USDCNY收于6.75，基本接近均衡位置；海外主要机构给出的USDCNY的2023Q4远期值约为6.75。

图：1月美国国债10年期收益率从3.88%降至3.55%，1年期收益率在4.7%平行



资料来源：中国银河证券研究院

图：1月美国10年期TIPS收益率从1.58%降至1.26%，金价保持上升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：欧元区核心通胀率仍在高位



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：美元指数降至102左右，USDCNY即期汇率收于6.75



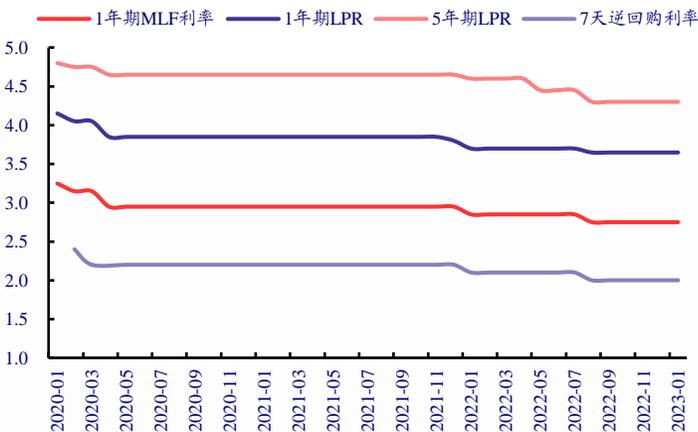
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2.1.中国“货币—信用”状态

判断：紧货币（但预期会松）、紧信用

- OMO、MLF、LPR：**自2022年11月以来7天逆回购、MLF、LPR都没有调降。可能考虑到疫情闯关过程中的结构性涨价风险，预计3月有可能降息。
- 利率：**1月，10年期国债收益率从2.84%升至2.92%，商业银行同业存单利率从2.42%升至2.55%。
- M2、M1：**12月M2增速小幅回落，M1回落幅度更为明显，资金活化程度下降，M1与M2增速差扩大。
- 社会融资与信贷增速：**12月人民币贷款增速稳中有升，主要是11月以来政策性金融发力，中长期贷款稳中有升，但由于政府债与企业债发行低迷，社会融资增速下行。

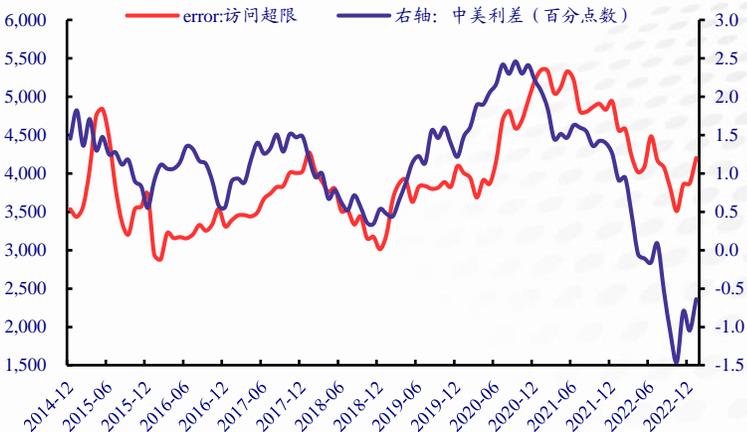
图：11月以来主要利率OMO、MLF、LPR都没有变动



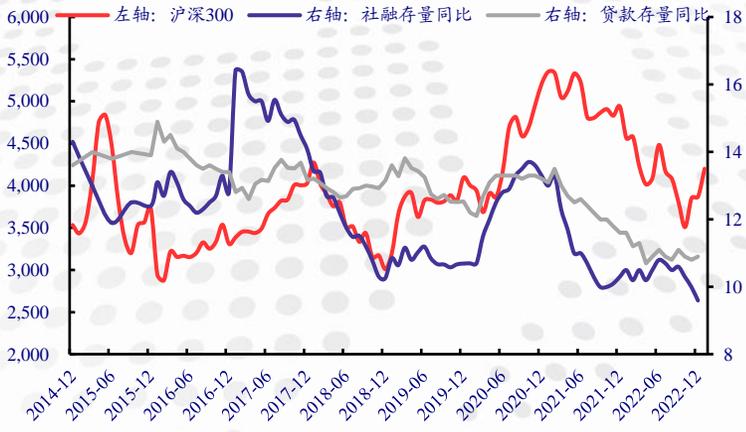
图：1月商业银行同业存单利率从2.42%升至2.55%



图：A股外部影响因素：中美利差倒挂程度



图：A股内部影响因素：社会融资与信贷增速



2.2. 中国经济运行与企业盈利

综合判断：复苏初期

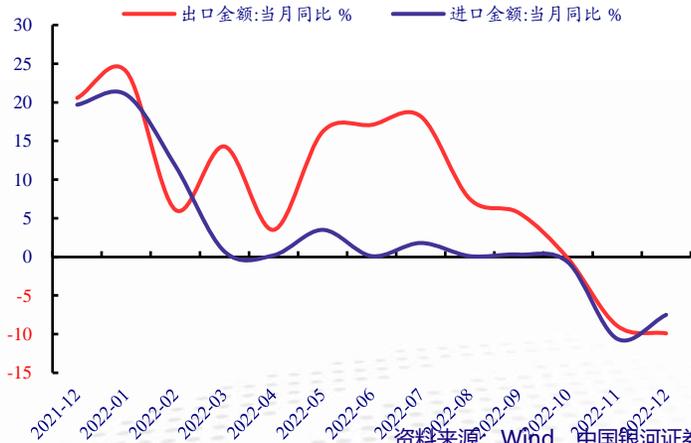
- 工业企业利润增速：**2011年11月以来PPI已降至负值，同时出口增速也已降至负值，以上状况可能持续至2023年上半年，这将影响国内工业企业利润增速。
- 出口降速：**12月出口增速下降至9.9%，自7月以来加速下行，同样不利于工业企业。
- 消费：**12月国内进入疫情的闯关期，餐饮收入增速严重下降，但商品零售增速收窄降幅，12月社会消费品零售总额同比下降1.8%。
- 房地产：**成交面积缓慢恢复。
- 固定资产投资：**2022年固定资产投资增长5.1%，其中基建投资同比11.5%、制造业投资同比9.1%、房地产投资同比-10.0%。

图：PPI决定工业企业利润增速，是A股的有效多空信号



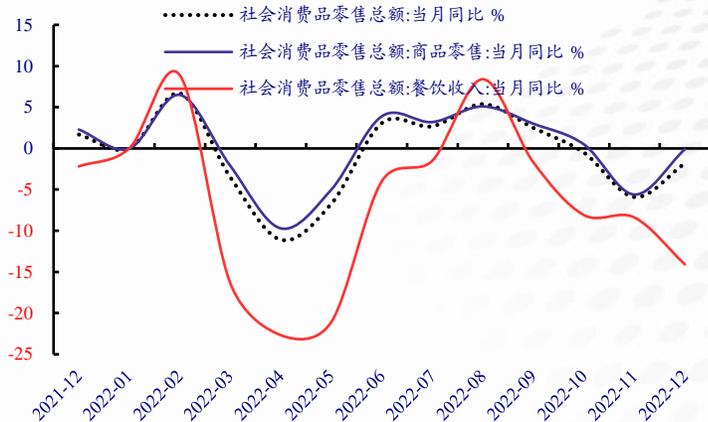
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：进口与出口增速



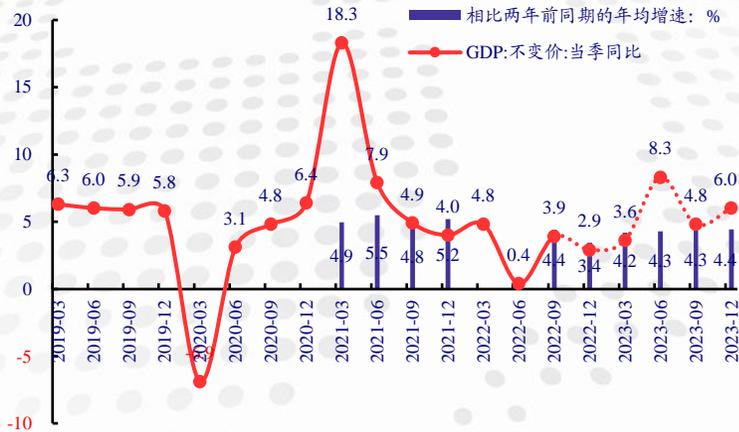
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：社会消费品零售总额增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：预测2023年GDP增长5.8%=真实增长4.6%+基数效应1.2%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2.3. A股行业轮动

2023年2月权益市场重点主题分析

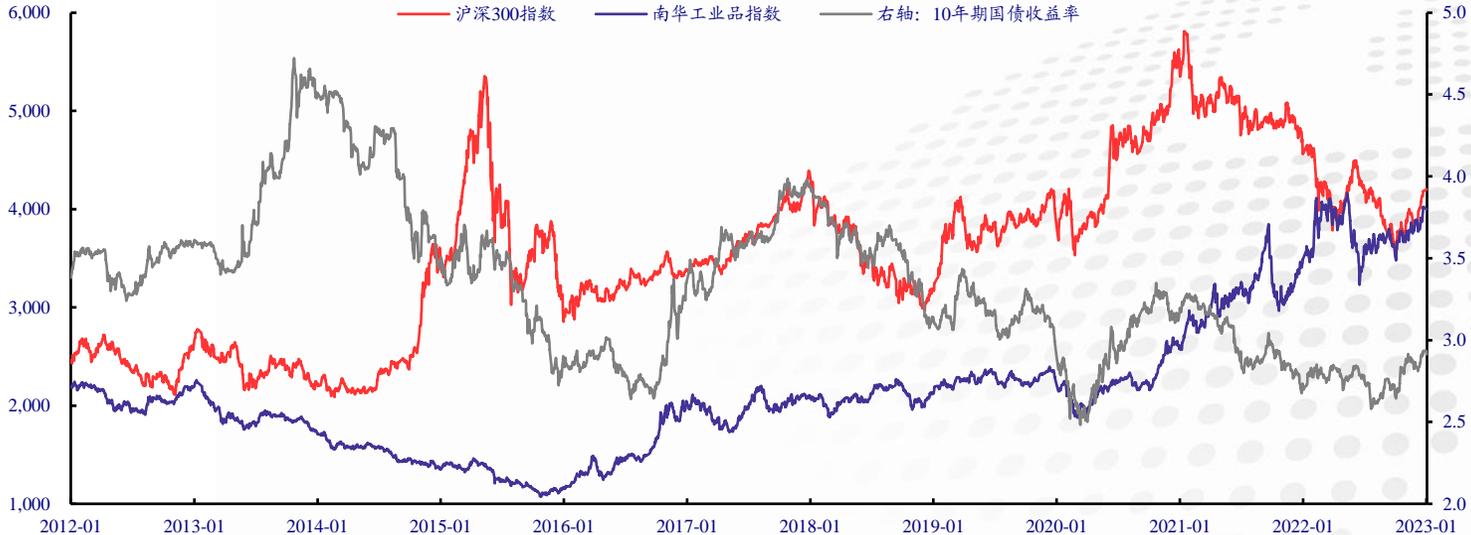
- 地产：**扩大内需是上半年的首要任务，住房改善、新能源汽车是主要抓手。
- 消费：**疫情快速过峰，尽管面临人口等长期问题，就业和消费等年度问题，但高频数据显示目前困境反转的程度好于预期。同时外资也更青睐白酒等。
- 科技：**国内陆续出台发展数字经济、支持平台企业大显身手的措施。美股科技公司的“盈利底”可能在三季度到来，今年美整体盈利底由能源企业主导，不应对科技公司盈利过度悲观，同时布林肯访华也显示中美关系缓解。
- 制造：**出口持续降速，PPI在负值区间，盈利承压。需要等“两会”政策力度。
- 能源材料：**1月以来国际原油、铜、金、国内螺纹钢价格都稳中有升。反映了美联储加息幅度的放缓，中国经济的复苏等，但目前国内复苏仍处在初期，全球衰退预期仍然较强，能源材料并无大机会。

图：A股主要指数及中信一级行业指数月度增幅

指数	日期	2023M01	2022M12	2022M11	2022M10	2022M9	2022M8	2022M7	2022M6	2022M5	2022M4	2022M3	2022M2	2022M1	2022年
		涨幅	涨幅	涨幅	涨幅	涨幅	涨幅	涨幅	涨幅	涨幅	涨幅	涨幅	涨幅	涨幅	涨幅
基准	上证50	7.7%	1.1%	13.5%	-12.0%	-5.5%	-1.1%	-8.7%	8.7%	0.3%	-3.2%	-5.9%	0.9%	-6.7%	📉 -19.5%
	沪深300	8.5%	0.5%	9.8%	-7.8%	-6.7%	-2.2%	-7.0%	9.6%	1.9%	-4.9%	-7.8%	0.4%	-7.6%	📉 -21.6%
	中证500	7.1%	-4.7%	6.0%	1.6%	-7.2%	-2.2%	-2.5%	7.1%	7.1%	-11.0%	-7.7%	4.1%	-10.6%	📉 -20.3%
中信一级行业	石油石化	6.4%	-5.4%	10.3%	-8.4%	-4.1%	3.4%	-2.5%	-0.6%	13.0%	-5.5%	-11.3%	8.7%	-3.9%	📉 -9.0%
	煤炭	4.6%	-10.1%	7.2%	-12.6%	1.7%	8.0%	-5.0%	2.8%	10.2%	-3.9%	10.9%	16.0%	-4.5%	📈 17.5%
	有色金属	14.0%	-5.5%	8.0%	-3.5%	-8.8%	-5.8%	-1.8%	12.0%	8.0%	-12.0%	-12.5%	18.4%	-10.1%	📉 -17.6%
	电力及公用事业	2.0%	-4.4%	8.2%	-3.9%	-7.3%	-0.9%	5.5%	0.8%	9.1%	-5.8%	-9.8%	7.8%	-10.9%	📉 -13.5%
	钢铁	7.0%	-6.5%	8.3%	-2.2%	-8.1%	-6.1%	0.9%	4.5%	4.7%	-8.2%	-9.1%	6.8%	-7.2%	📉 -22.0%
	基础化工	8.3%	-4.2%	7.7%	-5.6%	-9.2%	-4.7%	-2.6%	11.3%	11.0%	-12.3%	-9.2%	8.5%	-11.5%	📉 -22.5%
	建筑	4.6%	-7.0%	13.8%	-2.2%	-7.9%	-2.3%	-8.8%	0.9%	1.0%	-2.1%	-1.4%	3.1%	-1.9%	📉 -9.3%
	建材	7.9%	-3.6%	18.8%	-10.1%	-8.6%	-7.2%	-8.8%	11.4%	3.4%	-7.2%	-4.4%	0.2%	-7.4%	📉 -24.4%
	轻工制造	4.4%	1.4%	12.4%	-4.8%	-8.2%	0.3%	-4.9%	9.0%	8.4%	-14.0%	-7.7%	0.8%	-10.9%	📉 -20.0%
	机械	9.1%	-5.6%	2.9%	4.3%	-8.8%	-6.1%	6.6%	12.0%	11.6%	-14.0%	-10.7%	1.4%	-11.5%	📉 -20.4%
	电力设备及新能源	10.2%	-4.0%	2.4%	-0.3%	-10.2%	-7.5%	1.6%	18.8%	12.8%	-15.0%	-10.0%	3.0%	-13.2%	📉 -24.1%
	国防军工	5.8%	-4.1%	-6.3%	11.7%	-4.4%	-4.3%	1.4%	8.6%	11.3%	-13.1%	-10.8%	5.1%	-17.9%	📉 -24.8%
	汽车	10.5%	-6.7%	8.1%	-2.2%	-9.9%	-11.5%	5.7%	15.4%	18.2%	-8.4%	-11.4%	0.1%	-12.3%	📉 -19.3%
	商贸零售	-0.8%	2.1%	18.7%	-2.3%	-9.2%	-0.8%	-6.0%	1.2%	5.9%	-6.6%	-4.4%	1.2%	-2.9%	📉 -5.5%
	消费者服务	0.2%	8.2%	18.7%	-9.4%	-2.2%	-4.0%	-10.2%	22.0%	0.7%	1.9%	-13.1%	0.8%	-1.1%	📈 6.4%
	家电	9.2%	1.4%	13.5%	-12.3%	-5.7%	-3.3%	-2.9%	12.1%	0.9%	-0.4%	-11.8%	-5.2%	-4.4%	📉 -19.4%
	纺织服装	4.1%	1.3%	9.9%	-4.5%	-6.2%	-1.3%	-0.9%	2.8%	7.9%	-9.1%	-5.8%	3.9%	-5.0%	📉 -8.5%
	医药	7.3%	-2.6%	6.5%	6.5%	-6.8%	-2.7%	-7.2%	10.7%	1.9%	-13.8%	0.6%	3.9%	-15.9%	📉 -20.6%
	食品饮料	7.8%	11.1%	16.5%	-22.1%	-3.2%	0.9%	-9.5%	14.0%	1.9%	4.4%	-9.9%	-1.0%	-10.7%	📉 -14.0%
	农林牧渔	2.3%	1.3%	5.2%	-6.2%	-10.4%	0.4%	3.9%	4.5%	5.7%	-12.6%	3.2%	0.6%	-2.1%	📉 -8.4%
	银行	4.2%	1.1%	13.5%	-9.5%	-1.7%	-0.9%	-6.1%	4.4%	-3.0%	-3.5%	-1.6%	1.0%	2.3%	📉 -5.5%
	非银行金融	9.8%	-1.0%	15.2%	-3.6%	-8.3%	3.3%	-6.9%	9.9%	0.3%	-9.3%	-5.8%	-1.5%	-5.2%	📉 -14.9%
	房地产	1.6%	-7.2%	26.1%	-13.7%	-1.2%	0.4%	-5.0%	6.0%	-5.9%	-8.2%	9.5%	-1.0%	-0.3%	📉 -5.7%
	交通运输	1.2%	0.6%	8.2%	-2.9%	-2.7%	1.2%	-4.7%	3.3%	6.6%	-1.4%	-7.8%	2.1%	0.9%	📈 2.3%
	电子	10.5%	-4.1%	2.7%	3.3%	-12.5%	-1.7%	-4.0%	8.4%	8.5%	-13.2%	-15.0%	1.7%	-13.4%	📉 -35.7%
	通信	9.3%	-4.0%	2.9%	6.4%	-9.3%	-1.9%	1.7%	8.5%	5.9%	-13.4%	-10.8%	4.9%	-9.6%	📉 -20.0%
	计算机	14.7%	-3.0%	-1.7%	16.9%	-9.5%	-4.6%	-2.4%	9.6%	6.3%	-16.0%	-10.6%	0.0%	-8.9%	📉 -25.1%
	传媒	5.0%	2.2%	14.5%	-2.0%	-13.6%	1.6%	-4.2%	4.0%	6.7%	-14.5%	-3.7%	-1.4%	-13.2%	📉 -24.6%
综合	1.7%	-5.9%	11.9%	0.8%	-11.7%	0.4%	2.4%	3.6%	10.6%	-16.6%	-1.2%	7.5%	-9.0%	📉 -11.0%	
综合金融	4.1%	-0.8%	9.4%	1.5%	-12.6%	-0.3%	-1.0%	1.5%	7.0%	-22.5%	-6.1%	7.1%	-7.2%	📉 -25.2%	

3. 年度定位——基于普林格 (Pring) 六阶段模型

- 原理:** 1. 债券涨完股票涨 (政策持续发力, 经济从衰退转入复苏初期); 2. 股票涨完商品涨 (从复苏初期转入复苏后期); 3. 商品涨完债券跌 (从复苏后期转入过热, 政策开始收缩); 4. 债券跌完股票跌 (从过热转入滞胀阶段, 商品价格仍然保持高位, 但经济开始回落); 5. 股票跌完商品跌 (从滞胀转入衰退初期); 6. 商品跌完债券涨 (从衰退初期转入后期, 政策开始宽松)。
- 当前:** 2020Q4至2022Q3债券牛市、商品牛市、权益总体熊市。债券牛市与商品牛市同时存在是矛盾的, 原因是全球商品受到供给冲击 (2022Q1至Q2峰值), 涨价输入中国, 同时国内快速推进减碳行动, 导致了阶段缺电等情况 (2021Q3峰值)。2022Q4以来债券收益率上升, 债券回调, 而商品价格处于大跌后的缓慢修复阶段, 同时股市开始反弹, 主要反映美联储加息幅度见顶之后的全球流动性改善, 以及由国内房地产促进政策连续出台、疫情防控措施优化且主要城市快速过峰、中央经济工作会议明确要加大宏观调控力度等形成的经济复苏预期。**综合判断2022年11月以来中国进入从衰退转入复苏初期的阶段, 对应资产价格是“债券涨完股票涨”, 商品价格进一步加速需要等更广泛复苏的信号。**



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺、简介；机构销售联系方式



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。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”联动分析。

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。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：
深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层	深广地区： 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn 崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层	上海地区： 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn 陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦	北京地区： 唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn
公司网址： www.chinastock.com.cn	

评级标准、免责声明

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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，银河证券可发出其它与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。



谢 谢!

创造财富 担当责任

股票代码：601881.SH 06881.HK