

2023年03月18日

## 预期之内的降准

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

● **事件：**中国人民银行决定于2023年3月27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）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%。

● **降准目的在于缓解银行间流动性压力、助力经济恢复**

我们曾强调，2023年应是“稳货币、宽信用”，货币维持“克制的宽松”，力度有限，不过仍可能再降准降息。且我们在2022年11月降准时便提出“降准步长缩窄至25bp可能成为常态”。因此本次降准总体在意料之内。

降准的目的有以下几点：**(1) 缓解银行间流动性压力。**1-2月信贷“开门红”要求银行加大信贷投放，派生存款催化缴准需求，银行超额存款准备金被加速消耗。此外，2月集中缴纳缓税，季节性上1-2月政府存款增加，资金流向央行，银行间资金偏紧。从资金面表现来看，银行间资金利率中枢上行且波动加大。我们测算和历史经验表明，通常央行在一年内需通过降准、结构性货币政策等释放超过2万亿基础货币。为缓解银行间流动性压力，并在年初完成足额基础货币投放，结合易纲行长3月3日的发言“用降准的这个办法来吐出长期的流动性、支持实体经济，还会是一种比较有效的方式来综合的考虑对经济的支持”，降准是一个重要的工具。**(2) 助力经济平稳修复。**1-2月经济数据显示，开年经济有边际改善，但仍存部分不确定性。就业压力仍严峻、出口对工业生产的支持力度仍趋降、地产需求端修复延续性不确定，经济修复的持续性和斜率有待观察。随着两会结束，政策逐步落地实施，此时降准体现了政策稳增长的决心。**(3) 近期美国、欧洲银行业出现流动性危机，国内对金融机构的流动性和系统性风险重视度提升，降准是对潜在金融风险的提前防范。**

● **降准推动银行延续信贷投放、积极信号提升经济修复预期、提振市场信心**

本次降准大约释放长期资金5000-6000亿元，为银行节约负债端成本60-70亿元。首先，银行负债端成本的释放有助于银行加大对实体信贷投放的支持。目前经济的修复离不开宽信用持续性发力。预计后续基建配套贷款、制造业中长期贷款和房企融资端将延续改善。其次，经济修复的信心提升。MLF净投放和降准叠加出现的信号意义较为明显，即强调政策对于经济修复的决心与信心。从历史表现来看，降准后短期股指小幅上涨，3个月内上涨幅度扩大，创业板上涨胜率较高；降准后债券收益率普遍下行，国开债表现强于国债。因此我们认为本次降准将对市场预期起到积极作用，利好股债。但同时要看到，宽信用的传导还需居民端储蓄的释放，因此降准对需求提振的实际作用仍待观察。

● **后续降息可能性仍存，降准空间已逐渐缩小**

降准体现了央行“以我为主”和偏宽松的货币政策态度。后续货币政策来看，上半年货币政策仍保持宽松以呵护经济恢复性增长。银行负债端成本节约为后续降息提供了可能的空间。例如调降1年期、5年期LPR以降低个人消费信贷成本、住房贷款成本，但幅度预计不大。“精准有力”的货币政策仍是全年基调。我们重申此前观点，2023年是“稳货币”，总量逐渐“克制”，结构性政策发力且将在消费加码，信用整体偏宽。

我们曾提示降准步长缩窄至25bp可能成为常态。从本次降准依然保持25bp的幅度可以印证，降准的空间已逐步缩小。本次降准后金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%，按照5%的隐含下限估算，未来还剩余260bp左右的降准空间。在流动性整体宽松、央行有补充流动性的其他结构性工具的背景下，后续若再次降准，幅度大概率保持在25bp。此外，过往央行实施降准之前，国常会通常提前1-2周预告，本次没有，需观察这种模式未来是否会发生变化。

● **风险提示：**政策变化超预期；疫情演变超预期。

### 相关研究报告

《稳增长动能在于消费、基建——兼评2月经济数据——宏观经济点评》

-2023.3.16

《迈入消费新时代——宏观深度报告》

-2023.3.16

《继续加息对美联储或仍是较优选择——美国2月CPI点评——宏观经济点评》

-2023.3.15

## 目 录

1、 降准目的在于缓解银行间流动性压力、助力经济恢复.....	3
2、 降准推动银行延续信贷投放、积极信号提升经济修复预期、提振市场信心.....	5
3、 后续降息可能性仍存，降准空间已逐渐缩小.....	6
4、 风险提示.....	7

## 图表目录

图 1： 2023 年初以来资金利率波动上行.....	4
图 2： 失业率小幅上升.....	4
图 3： 工业生产弱修复.....	4
图 4： 历史上 MLF 超额续作后降准较为罕见.....	5
图 5： 降准公告后股指一般上涨、债市收益率普遍下跌.....	6
表 1： 过去三年基础货币投放规模在 2-3 万亿左右.....	4

## 1、降准目的在于缓解银行间流动性压力、助力经济恢复

我们曾强调，2023年应是“稳货币、宽信用”，货币维持“克制的宽松”，力度有限，不过仍可能再降准降息（前序报告《应对不确定性》）。且我们上次降准便提出“降准步长缩窄至 25bp 可能成为常态”（《继续宽松且创新工具——全面降准点评》），因此本次降准总体在意料之内。本次降准主要有以下几点原因：

**(1) 缓解银行间流动性压力。**2023年以来，企业信贷增长超预期。具体来说，1-2月信贷“开门红”要求银行加大信贷投放，派生存款催化缴准需求，银行超额存款准备金被加速消耗。虽 M2 增速保持上行，但表征银行间流动性的超储率应是持续降低。此外，2月集中缴纳缓税，季节性上 1-2月政府存款增加，资金流向央行，银行间资金偏紧。从资金面表现来看，银行间资金利率中枢上行且波动加大。2023年以来资金利率有所抬升，随后围绕政策利率波动，其中有超过一半的时间 DR007 高于政策利率。多重因素表明银行间狭义流动性出现一定压力，负债端成本上升。为缓解银行间流动性压力，并在年初完成足额基础货币投放，央行实施降准。

过去三年，央行通过降准、结构性货币政策工具释放的基础货币年均约在 2-3 万亿左右，指向降准应是常态化投放长期流动性的工具。

**我国基础货币投放的机制：**我国基础货币由银行体系外现金（M0）、商业银行库存现金、法定存款准备金以及超额存款准备金四部分构成。其中超额存款准备金是银行可自行使用的资金，能够连接银行间狭义流动性和实体经济广义流动性，且目前是信贷扩张的重要来源。2018年来，除 2020 年以外金融体系扩表（以社融作为表征）增速在 10% 左右，相应的，超额准备金也需要增长 10% 来提供基础货币支撑。近三年来我国超储金规模平均在 20.8 万亿，则每年基础货币投放需要 2 万亿左右。目前央行货币供给的方式：(1) 使用再贷款等结构性工具，当前以 MLF 投放作为常规手段；(2) 以降准方式提高货币乘数，进行货币供给。而一般来说降准 25bp 相当于提供 5000 亿元基础货币。过去 5 年货币政策工具释放的基础货币年均约在 2-3 万亿左右，因此，降准释放流动性是必要的货币投放操作。

易纲行长 3 月 3 日发言也表示“用降准的这个办法来吐出长期的流动性、支持实体经济，还会是一种比较有效的方式来综合的考虑对经济的支持”。

**(2) 政策助力经济平稳修复。**1-2 月经济数据显示，开年经济有边际改善，但仍存部分不确定性。就业压力仍严峻、出口对工业生产的支持力度仍趋降、地产需求端修复行情延续性不确定，经济修复情况仍有待观察。政府工作报告中强调 2023 年稳增长仍是主要任务，而经济的恢复性增长离不开政策的配合和宽松的货币信用环境。随着两会结束，政策逐步落地实施，此时降准体现了政策稳增长的决心。

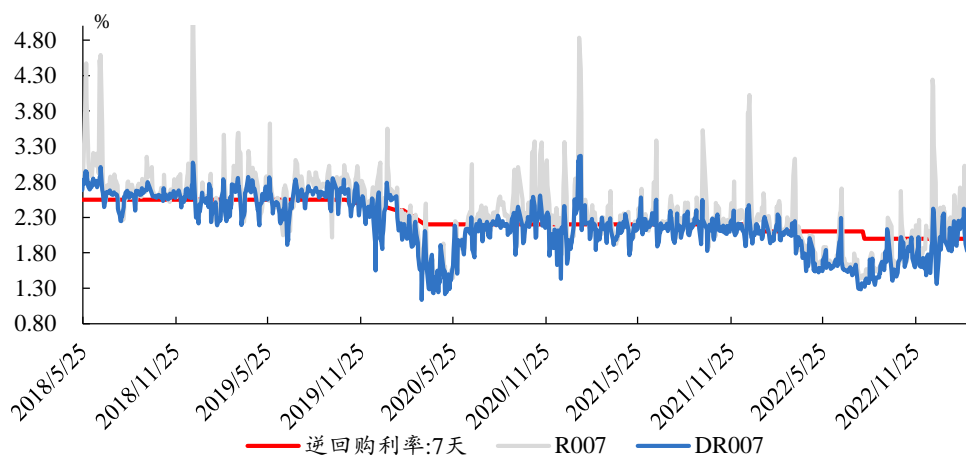
**(3) 近期美国、欧洲银行业出现流动性危机，国内对金融机构的流动性和系统性风险重视度提升，降准是对或有金融风险的提前防范。**

表1: 过去三年基础货币投放规模在 2-3 万亿左右

年份	MLF 年度投放 (亿元)	MLF 年度到期量 (亿元)	MLF 净投放 (亿元)	其他再贷款、结构性工具投放 (亿元)	降准释放长期资金 (亿元)
2023		45,500			
2022	45,500	45,500	0	13,227	10300
2021	45,500	51,500	-6,000	8506	22000
2020	51,500	36,900	14,600	10,475	17500
2019	36,900	49,510	-12,610	11,441	27000
2018	49,510	45,215	4,295	10,135	36500

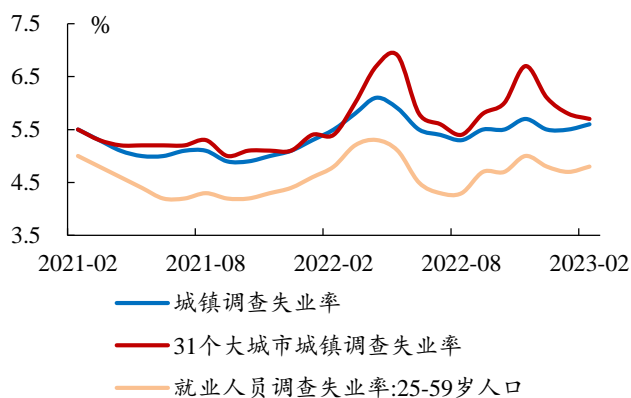
数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 其他结构性货币工具包括各类再贷款、再贴现、PSL、TMLF 等; 2022 年央行上缴利润 1.13 万亿也形成基础货币投放。

图1: 2023 年初以来资金利率波动上行



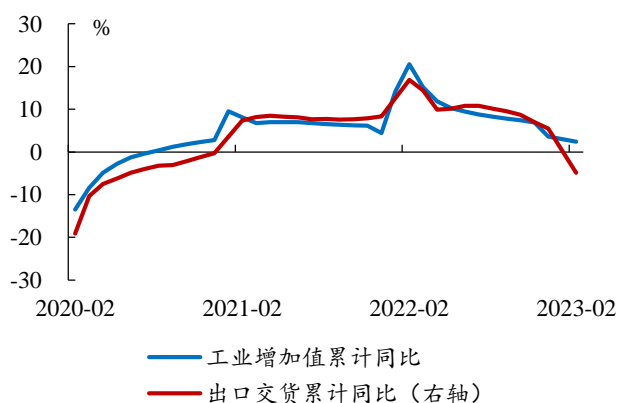
数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 失业率小幅上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 工业生产弱修复



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2、降准推动银行延续信贷投放、积极信号提升经济修复预期、提振市场信心

本次降准大约释放长期资金 5000-6000 亿元，为银行节约负债端成本 60-70 亿元。首先，银行负债端成本的释放有助于银行加大对实体信贷投放的支持。目前经济的修复离不开宽信用持续性发力。预计后续基建配套贷款、制造业中长期贷款和房企融资端将延续改善。其次，有利于经济修复的信心提升。本次降准符合我们预期，超市场预期，且 MLF 超额续作之后降准操作历史上较为罕见，只因二者均起到释放长期流动性作用。3 月 15 日央行投放 4810 亿 MLF，已实现 2810 亿元的基础货币投放。MLF 净投放和降准叠加出现的信号意义较为明显，即强调政策对于经济修复的决心与信心。从历史表现来看，降准后短期股指小幅上涨，中期来看上涨幅度扩大，创业板上涨胜率较高；降准后债券收益率普遍下行，国开债表现强于国债。因此我们认为本次降准或对市场预期起到积极作用，利好股债。但同时要看到，宽信用的传导还需居民端储蓄的释放。降准对实体经济的影响方面，信号意义更强，对需求提振的实际作用仍待观察。

图4：历史上 MLF 超额续作后降准较为罕见

降准公告日期	MLF操作日期	MLF到期量（亿元）	MLF利率（%）	MLF投放量（亿元）
2023-03-17	2023-03-15	2,000.00	2.75	4,810.00
2022-11-25	2022-12-15	5,000.00	2.75	6,500.00
2022-04-15	2022-04-15	1,500.00	2.85	1,500.00
2021-12-06	2021-12-15	9,500.00	2.95	5,000.00
2021-07-09	2021-07-15	4,000.00	2.95	1,000.00
2020-04-03	2020-04-15		2.95	1,000.00
2020-03-13	2020-03-16		3.15	1,000.00
2020-01-01	2020-01-15		3.25	3,000.00
2019-09-06	2019-09-07	1,765.00		
2019-05-06	2019-05-14	1,560.00	3.30	2,000.00
2019-01-04	2019-01-15	3,980.00		
2018-10-07	2018-10-13	4,980.00		
2018-06-24	2018-07-13	3,600.00	3.30	1,885.00
2018-04-17	2018-04-17	3,675.00	3.30	3,675.00
2017-09-30	2017-10-13	840.00	3.20	4,980.00

数据来源：中国人民银行、开源证券研究所

**图5：降准公告后股指一般上涨、债市收益率普遍下跌**

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	-102.31	-11.36	9.54	-64.02	-119.67
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	
2022-11-25	0.14	1.76	-1.16	5.33	-0.68	2.52	1.79	7.56	-3.36	3.20	0.95	5.18	0.50	3.76	0.78	8.26	-1.49	6.01	7.04	15.04
涨幅	0.08	0.38	-0.08	2.53	0.09	0.69	0.21	3.48	-1.84	1.35	5.72	7.61	-4.27	0.83	-4.35	-6.03	-4.93	0.28	-4.97	-9.29
胜率	59%	64%	45%	50%	45%	64%	55%	50%	33%	61%	67%	61%	45%	68%	50%	57%	32%	59%	59%	62%

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。

### 3、后续降息可能性仍存，降准空间已逐渐缩小

降准体现了央行“以我为主”和偏宽松的货币政策态度。后续货币政策来看，上半年货币政策仍保持宽松以呵护经济恢复性增长。银行负债端成本节约为后续降息提供了可能的空间，例如调降1年期、5年期LPR以降低个人消费信贷成本、住房贷款成本，但幅度预计不大。“精准有力”的货币政策仍是全年基调。我们重申此前观点，2023年是“稳货币”，总量逐渐“克制”，结构性政策发力且将在消费加码，信用整体偏宽。

我们曾提示降准步长缩窄至25bp可能成为常态。从本次降准依然保持25bp的幅度可以印证，降准的空间已逐步缩小。本次降准后金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%，按照5%的隐含下限估算，未来还剩余260bp左右的降准空间。在流动性整体宽松、央行有补充流动性的其他结构性工具的背景下，后续若再次降准，幅度大概率保持在25bp。此外，过往央行实施降准之前，国常会通常提前1-2周预告，本次没有，需观察这种模式未来是否会发生变化。

#### 4、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

### 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

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
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