

美加息预期再降温，马克龙一行访华

——大类资产与金融市场监管周报 2023年4月第一周

核心观点:

本报告提及本周指 2023年3月31日-4月6日。

- **影响市场核心信息:** 全球去美元化进程加速、中欧关系等；海外衰退预期及加息预期、银行业风波；国内经济发展方向和复苏进程。
- **大类资产表现:** 美债利率下行，美元指数下跌，整体资产较上周表现分化。原油、贵金属领涨，美债>中国国债>人民币>美元，铁矿石及黑色系能源表现差。
- **全球央行利率变化及预期:** 全球多数国家仍预期加息，但随着最新美国 PCE、ADP 就业和制造业 PMI 数据的降温，以美国为首的美洲国家基本已预期加息结束或降息。相较于上周全球多数国家 3M 加息预期变化较小，4-6M 预期回落。
美国加息路径预测: 相较于上周国际银行业风波暂时降温加息预期再起，本周市场预期较大概率（54.8%）5月美联储议息会议将停止加息，6月、7月保持利率不变，9月开始降息并在 2023 年底利率降至 4%-4.25% 区间，整体利率水平预期较上周下降 25BP。
美国长期通胀预期和市场隐含政策利率预期: 10 年期美债 TIPS 隐含通胀预期下行至 2.24%，上周 2.34%；6M 隐含利率在上周银行业风波暂熄波动回升至 4.75% 后本周回落至 4.61%。
- **国际流动性监测**
美债流动性和央行操作: 美联储继续缩表。截止 4 月 6 日当周，美联储在银行业风波后 3 月连续两周向市场释放流动性，总资产大幅增加共 3915 亿美元后上周转回缩表，本周缩表幅度继续扩大至 735.6 亿元，美联储持有美债规模本周大幅变化-490.2 亿美元。外国央行转为增持美债。外国央行本周增持 253.6 亿美债；美债流动性指数回升至 2.61% 左右，美债流动性略有恶化。
美商业银行系统流动性: 美国银行业流动性压力继续边际缓解但压力仍大。货币基金规模仍上行但幅度有所收窄，资金仍在流出银行，最近一周仍主要净买入投资政府债券的货币基金，零售客户增长规模扩张；其中**逆回购占比指标略有下行保持高位震荡**，体现商行存款流失压力和整体流动性压力仍大。大小商行包括准备金的现金资产水平已开始抬升（此数据滞后两周）大型银行压力缓解但小型银行压力仍较大；联邦基金市场每日成交量在硅谷银行关闭后快速上升本周继续上行，银行在联邦基金市场获取现金继续上升；**美联储贴现窗口使用额下行但仍保持在超高水平。**
美元流动性: 资金利率、汇率互换表明美元流动性紧张持续，远期美元需求边际继续走强。
金融条件: 花旗经济意外指数显示欧洲经济不确定性仍边际上行，但中、日、美下调；芝加哥联储数据（滞后一周）显示金融环境边际继续收紧。15 年期抵押贷款利率有所回升，融资成本的相对高位对消费、房地产等形成信用抑制。
资本流动与风险偏好:
1、全球 ETF 资金流向: 资金净流入前三是美国、欧洲地区、欧元区（上周美国、欧元区、中国香港），净流出前三是中国、瑞典、韩国（上周中国、韩国、墨西哥）。
2、美国金融市场资金博弈: 美国金融市场杠杆交易本周有所回落，市场活跃度有所下行，市场风险偏好略降。
3、中国权益市场资金:（受假期影响本周交易日不足 5 日）北向本周净流出 13.98 亿元；南向本周净流入 91.59 亿元；融资买入占比在 9.48% 左右震荡上行。
- **国内债市:** 资金利率全面回落；近万亿逆回购到期，本周大额净回笼。国债利率短端下行明显，中长期维持高位震荡；信用债收益率较上周有所分化，长期限收益率基本上行。
- **风险提示:** 银行业风波波及范围加深、加息预期波动、海外衰退风险

分析师

刘丹

☎: 010-8092 7620

✉: liudan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130513050003

研究助理: 周欣洋

☎: 010-8092 7726

✉: zhouxinyang_yj@chinastock.com.cn

相关研究

2023/3/31 大类资产与金融市场监管周报: 国际银行业风波暂有降温, 国内降准落地

2023/3/24 大类资产与金融市场监管周报: 国际银行业危机影响美联储, 国内降准助经济复苏

2023/3/23 黄金的逻辑——大类资产配置专题

2023/3/23 美联储货币政策将更取决于银行体系风险的演绎——2023 年 3 月美联储议息会议简评

2023/3/18 国际加息预期大幅波动, 国内经济修复向好——2023 年 3 月月报

2023/3/17 从“硅谷+瑞信”看广泛的资产负债表收缩风险

2023/2/16 居民部门融资&房地产市场如何看?

2023/2/16 国际美加息预期扰动, 国内经济开局良好——2023 年 2 月月报

2023/1/30 从金融周期、经济周期看国内股、债行情

2023/1/13 大宗商品的逻辑——大国博弈下的新起点之大宗篇

2022/12/16 2023 年度大类资产配置策略: 大国博弈下的新起点

2022/11/16 市场关键预期的拐点, 股、债跷跷板——2022 年 11 月月报

2022/11/3 政策利率预期引导: 短期鸽派, 长期鹰派——2022 年 11 月美联储议息会议简评

2022/10/27 央行抛压与博弈下的美债市场: 如何看美债? 报告二——大类资产配置专题

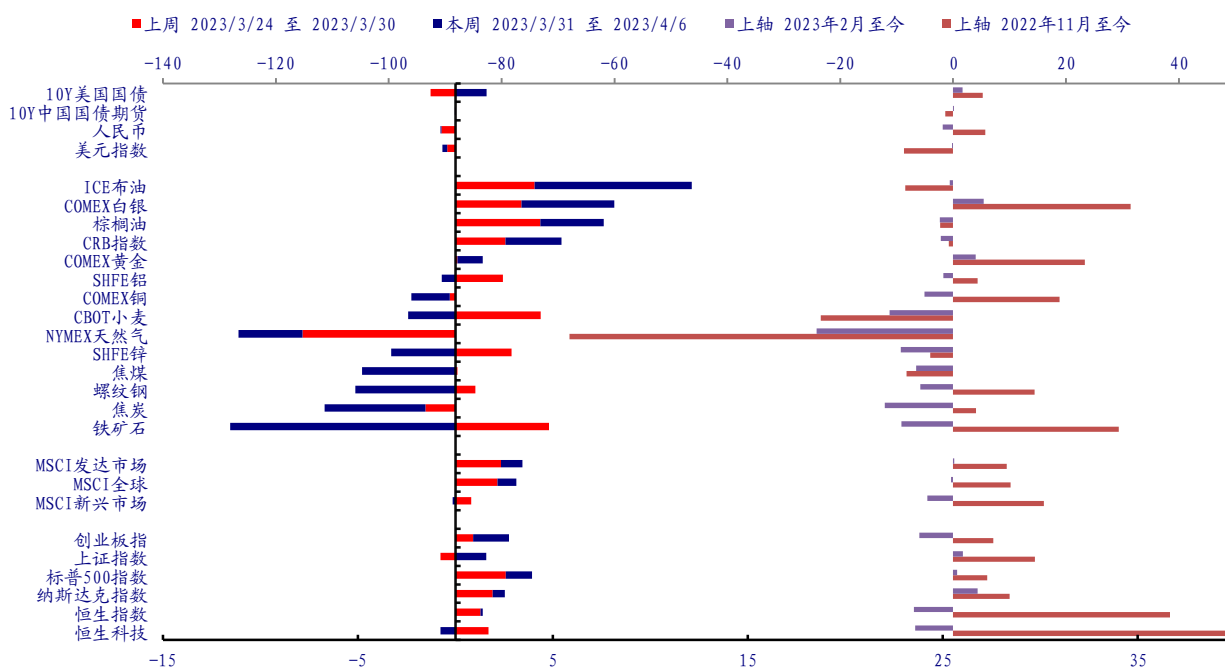
目 录

一、大类资产表现	3
1.1 大类资产表现	3
1.2 汇率表现	4
1.3 大宗商品相关	4
1.4 权益市场	5
1.5 债券市场	6
二、国际政策利率环境	8
2.1 全球央行利率变化及预期	8
2.2 美国通胀预期和政策利率预期	9
三、国际流动性监测	10
3.1 美债流动性和央行操作	10
3.2 欧、英、日国债流动性及央行资产负债表	11
3.3 商业银行系统流动性	12
3.4 美元流动性	13
3.5 金融条件	14
3.6 资本流动与风险偏好	15
四、国内债市	16
五、本周重要事件及投资日历	19
附录	20
插图目录	21
表格目录	22

一、大类资产表现

1.1 大类资产表现

图 1: 全球主要大类资产涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

本周主要影响因素包括: 全球去美元化进程加速、中欧关系等; 海外衰退预期及加息预期、银行业风波; 国内经济发展方向和复苏进程。

1、本周资产表现: 美债利率下行, 美元指数下跌, 整体资产较上周表现分化。

原油、贵金属领涨, 美债>中国国债>人民币>美元, 铁矿石及黑色系能源表现差。

1) 汇率和债市: 美元继续走弱, 10Y 美债收益率下行; 人民币小幅贬值, 10Y 国债收益率基本平稳。

2) 大宗: 本周 CRB 指数继续上涨;

能源分化: 原油上涨, 天然气、焦煤、焦炭下跌;

贵金属上涨: 黄金、白银上涨;

工业品转跌: 有色金属, 锌、铜、铝下跌; 铁矿石、螺纹钢均转跌。

3) 股市: 全球多数继续上行。MSCI 发达市场上涨、新兴市场小幅转跌; 国内 A 股创业板指、上证指数上涨, 港股恒生指数略涨, 恒生科技转跌; 美股继续上涨。

2、2022 年 11 月至今, 美债利率、美元指数下跌; 全球资产股市仍上行, 港股、工业品和贵金属表现较好。

涨幅居前: 恒生科技、恒生指数、白银;

跌幅居前: 天然气、小麦、美元。

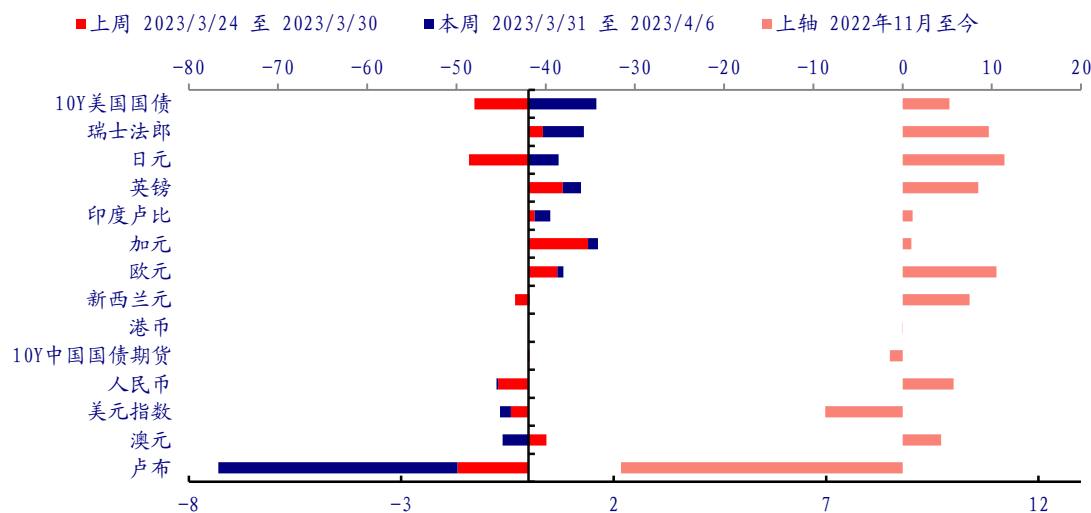
人民币升值, 国债利率上行, A 股、港股仍收涨。

1.2 汇率表现

本周美元指数 (-0.3%) 继续走弱。表现最好：法郎、日元、英镑均上涨，港币、人民币基本平稳；表现最差：卢布、澳元下跌；

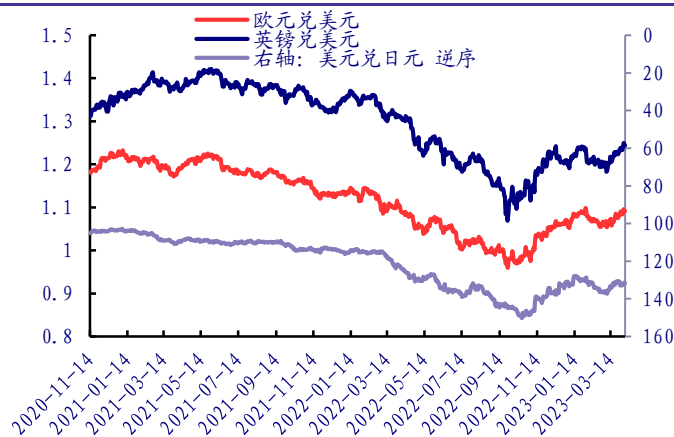
欧元、英镑、日元兑美元汇率分别变动至 1.09、1.24、131.74；人民币即期、3 个月、6 个月远期汇率基本保持平稳，远期保持升值预期。

图 2：全球主要货币涨跌幅 (%)



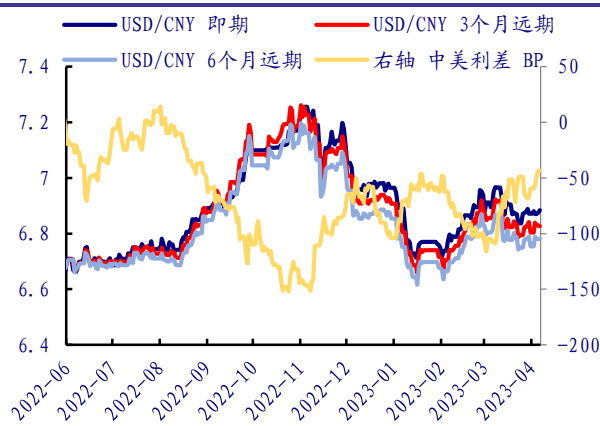
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3：欧元、英镑、日元汇率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：人民币汇率走势 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

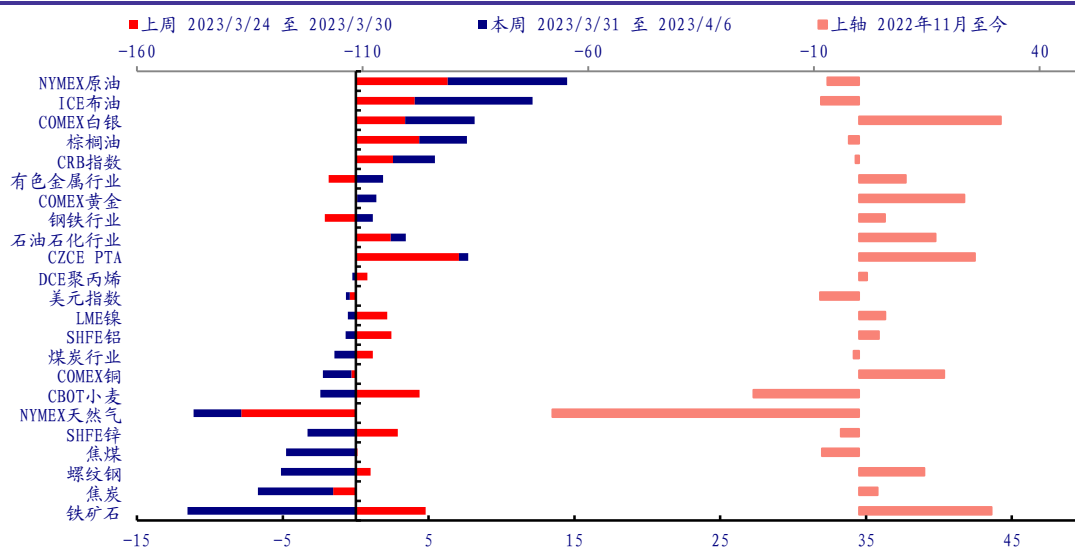
1.3 大宗商品相关

CRB 指数：CRB 指数本周上涨，涨幅较上周扩大。

涨幅居前：原油、布油、白银、棕榈油、CRB 指数；

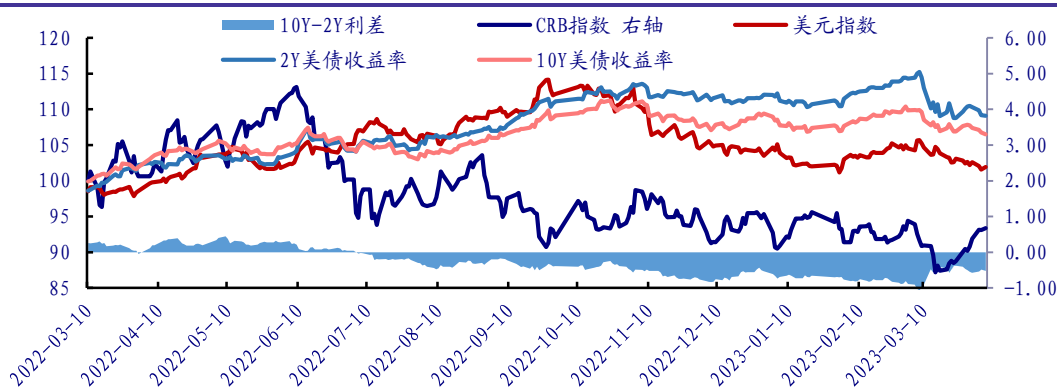
跌幅居前：铁矿石、焦炭、螺纹钢、焦煤、锌。

图 5: 全球主要商品相关涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 6: CRB 指数与美元、美债、美债期限利差 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

1.4 权益市场

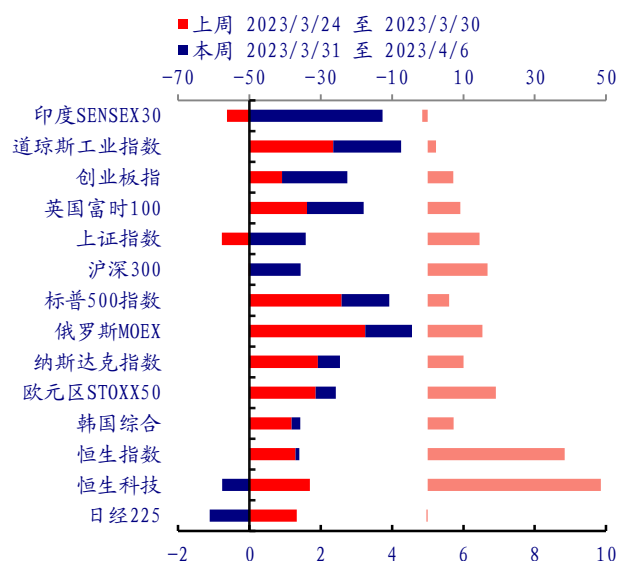
全球主要股指: 多数上涨。表现相对较好: 印度股指、道琼斯工业指数、创业板指, 收涨; 表现较差: 日本股指、恒生科技, 收跌。

主要市场及风格整体保持上行; 发达市场>新兴市场; 风格方面, 全球价值>全球成长。

A 股: 主要股指涨上, 科创板>中证 500>创业板指>上证指数>沪深 300>上证 50; 亏损股指数>微利股指数>高市盈率指数>新股指数>低市盈率指数>绩优股指数; 小盘>中盘>大盘。

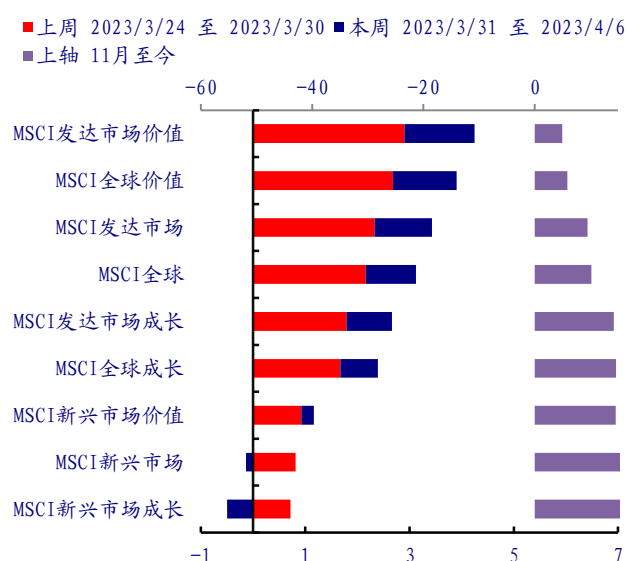
中美行业表现: A 股电信服务、信息技术、金融行业涨幅居前; 美股电信服务、医疗保健、公用事业行业表现较好。

图 7: 全球主要股指涨跌幅 (%)



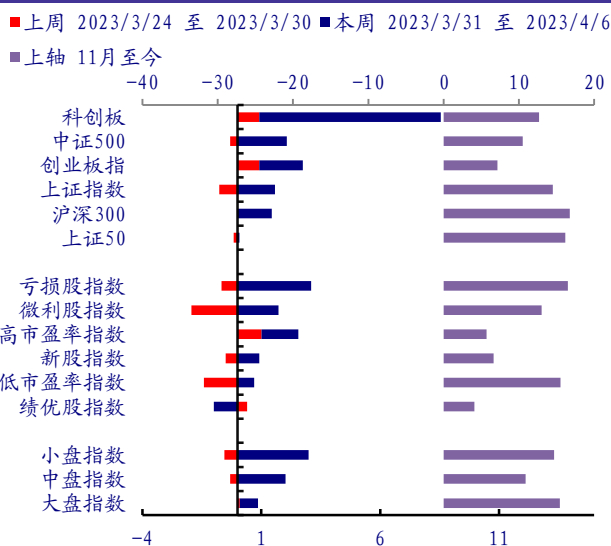
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 8: 全球主要市场及风格涨跌幅 (%)



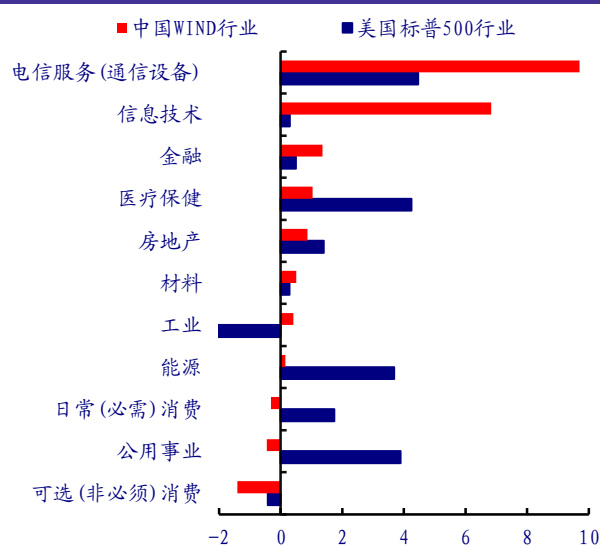
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: A 股股指及风格涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 10: 本周中美行业涨跌幅对比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

1.5 债券市场

各国 2Y、10Y 国债收益率: 普遍下跌。其中 2Y、10Y 美债收益率分别下行 28BP、25BP 至 3.82%、3.30%，期限利差为 -52BP，较上周倒挂缩小 3BP；中国 2Y、10Y 国债收益率基本保持不变，期限利差为 45BP 基本稳定。

各国与美债利差: 倒挂普遍缩小，中美利差 (-44BP) 倒挂较上周明显缩小 25BP，利差倒挂程度改善。

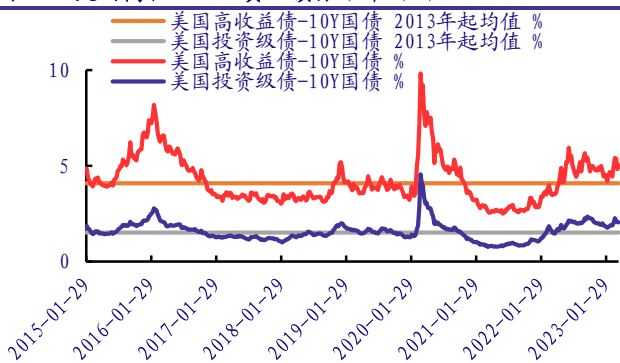
美债信用利差：继续在均值上方波动，美国高收益债与国债利差本周继续呈抬升趋势，投资级债券收益率与国债利差基本不变。

表 1：全球主要国家 2 年、10 年期国债收益率及期限利差变化

2023/4/6	收益率 %		收益率 变动 BP		10Y-2Y BP		与10Y美债利差 BP	
	2年期国债	10年期国债	2年期国债	10年期国债	期限利差	期限利差变动	本周	较上周变动
美国	3.82	3.30	-28.0	-25.0	-52.0	3.0	-	-
中国	2.41	2.86	0.0	0.0	45.0	0.0	-44.0	25.0
欧元区	2.50	2.30	-16.4	-14.6	-19.8	1.8	-99.7	10.4
德国	2.47	2.13	-18.0	-19.0	-34.0	-1.0	-117.0	6.0
法国	2.64	2.70	-21.2	-19.3	6.0	1.9	-60.3	5.7
意大利	-	4.02	-	-19.8	-	-	72.4	5.2
希腊	-	4.17	-	-6.0	-	-	87.0	19.0
西班牙	2.89	3.31	-8.2	-0.6	42.5	7.6	1.4	24.4
葡萄牙	-	3.06	-	-17.6	-	-	-23.6	7.4
英国	3.35	3.45	-10.2	-7.9	9.7	2.2	14.9	17.1
日本	-0.05	0.47	1.6	11.0	51.7	9.4	-282.8	36.0
印度	6.92	7.22	-14.4	-7.7	30.0	6.7	391.9	17.3
俄罗斯	10.70	10.45	10.0	18.0	-25.0	8.0	715.0	43.0
巴西	11.45	12.66	-62.2	-18.0	120.8	44.2	935.6	7.0

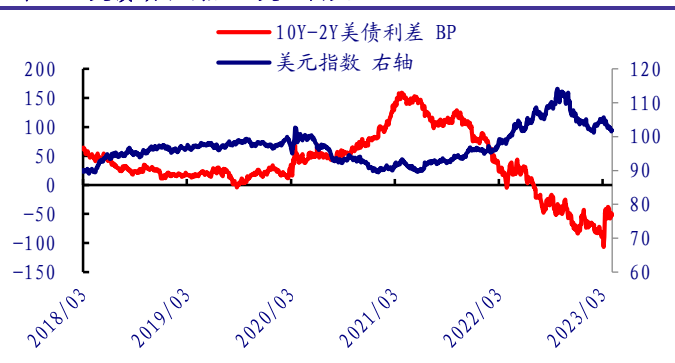
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 11：美国高收益、投资级债券水平（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 12：美债期限利差及美元指数



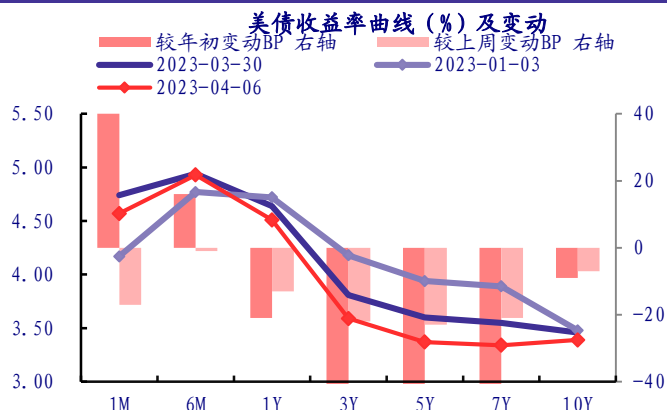
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

中资美元债指数：本周表现分化，各行业及级别债券指数较上周：除高收益及房地产债券指数继续下行但幅度收窄外，其他债券指数均上涨，其中投资级本周继续领涨。

3Y 中资美元房地产债：收益率本周全线下跌，其中 B-、B+、BB、BB+、BBB-、BBB+ 级分别较上周变动-28、-12、-7、-12、-24、-23BP。

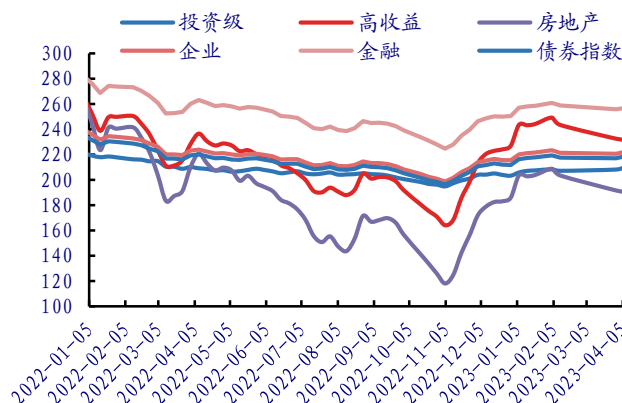
图 13：美债收益率曲线（%）及变动

图 14：Markit iBoxx 亚洲中资美元债指数



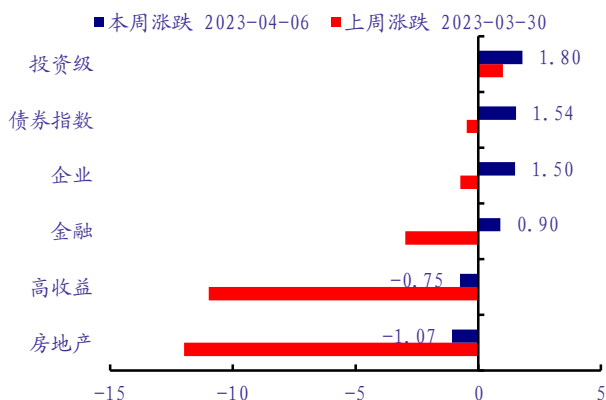
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 15: Markit iBoxx 亚洲中资美元债券指数涨跌

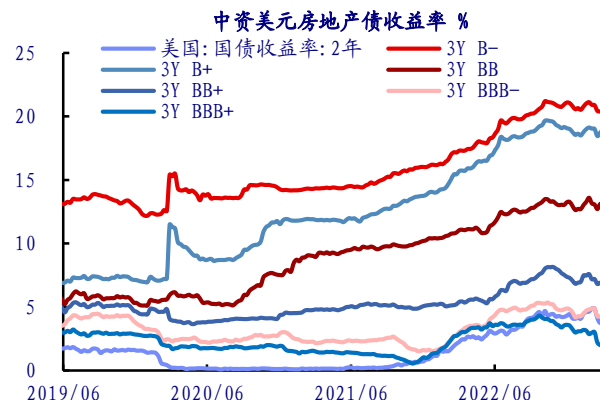


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 16: 中资美元房地产债 (%)



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: 中资美元房地产债 (%)

二、国际政策利率环境

2.1 全球央行利率变化及预期

全球加息预期: 当前全球多数国家仍预期加息,但随着本周公布的最新美国 PCE、ADP 就业人数和制造业 PMI 数据的降温,以美国为首的美洲国家基本已预期加息结束或降息。相较 3 月 31 日全球多数国家 3M 加息预期相对平稳变化较小,4-6M 预期回落。

美国 3M 内变动预期-2BP,4-6M 变动预期-16BP,6M 及 1Y 隐含利率较上周有所下行;**欧元区及英国**较上周预期变化不大,欧元区 3M 内变动预期 6BP,4-6M 变动预期-4BP;英国 3M 内变动预期 1BP,4-6M 变动预期-4BP。

表 2: 全球央行动态及加息预期变化

国家	2023/04/06					隐含政策利率					未来变动幅度		2023/04/06较03/31变化	
	政策利率	政策利率周变动	有效	基差	会议	3M	6M	1Y	2Y	3Y	3M内变动预期	4-6M变动预期	3M内变动预期	4-6M变动预期
美洲														
美国	4.88 ↘	0	4.83	-4.5	2023/5/3	4.90	4.52	3.70	2.69	2.64	0.2	-38	-1.8	-16
加拿大	4.50 ↘	0	4.50	0	2023/4/12	4.39	4.14	3.68	2.67	2.33	-11	-25	0	-11
墨西哥	11.25 ↗	0.25	11.53	27.7	2023/5/18	11.31	11.24	9.77	7.06	6.77	6	-7	-15	-3
智利	11.25 ↘	0	11.25	0	2023/5/12	10.90	9.92	7.09	4.38	4.01	-35	-98	14	19
巴西	13.75 ↘	0	13.65	-10.0	2023/5/3	13.66	13.22	11.48	11.47	12.33	-9	-44	-1	7
欧非中东														
欧元区	3.00 ↘	0	2.90	-10.2	2023/5/4	3.35	3.47	3.05	2.53	2.45	35	12	6	-4
英国	4.25 ↘	0	4.18	-7.3	2023/5/11	4.51	4.60	4.17	3.52	3.41	26	9	1	-4
瑞士	1.50 ↘	0	1.50	0	2023/6/22	1.63	1.92	2.02	1.65	1.83	13	29	-2	-4
挪威	3.00 ↘	0	3.70	70.0	2023/5/4	2.98	2.93	2.66	2.05	1.97	-2	-5	-2	-3
瑞典	3.00 ↘	0	2.96	-4.0	2023/4/26	3.57	3.68	3.37	2.47	2.44	57	11	1	-5
丹麦	2.60 ↘	0	2.73	12.5	2023/5/4	2.95	3.09	2.86	2.28	2.18	35	14	5	-3
捷克	7.00 ↘	0	7.18	18.0	2023/5/3	6.91	6.67	6.05	3.76	3.55	-9	-24	26	-5
波兰	6.75 ↘	0	6.90	15.0	2023/5/10	6.56	6.42	6.17	4.64	4.20	-19	-14	3	7
亚太														
澳大利亚	3.60 ↘	0	3.57	-3.0	2023/5/2	3.61	3.59	3.27	2.78	2.84	1	-2	-6	4
新西兰	5.25 ↗	0.50	5.25	0	2023/5/24	5.46	5.34	4.82	3.78	3.44	21	-12	-26	-6
日本	-0.10 ↘	0	-0.01	9.3	2023/4/28	-0.09	-0.03	0.01	0.16	0.25	1	6	0	0
中国	2.00 ↘	0	2.00	0		2.28	2.38	2.54	2.79	3.02	28	10	105	9
印度	6.50 ↘	0	6.35	-15.0	2023/4/6	6.83	6.81	6.46	5.98	6.25	33	-2	51	6
韩国	3.50 ↘	0	3.59	9.0	2023/4/11	3.48	3.39	3.21	2.79	2.83	-2	-9	0	-6

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

2.2 美国通胀预期和政策利率预期

美国加息路径预期: 3月31日公布的美国2月PCE同比增速为5%，核心PCE 4.6%，均低于前值和预期，核心PCE创一年半以来最低纪录；4月3日公布的美国3月ISM制造业PMI为46.3大幅低于预期，创2020年5月以来新低，连续五个月位于荣枯线以下显示美国制造业衰退的压力进一步加大；4月5日公布的美国3月ADP就业人数增14.5万人，远低于预期增20万人。三大数据集体低于市场预期显示美国通胀、劳动力市场以及制造业的降温加大美国经济衰退和美联储暂停加息的可能性。

市场的加息预期再度降温,相较于上周国际银行业风波暂时降温加息预期再起，本周市场预期较大率（54.8%）5月美联储加息会议将停止加息，6月、7月保持利率不变，9月开始降息并在2023年底利率降至4%-4.25%区间，整体利率水平预期较上周下降25BP。

表 3: 市场预期美联储加息概率（4月6日）

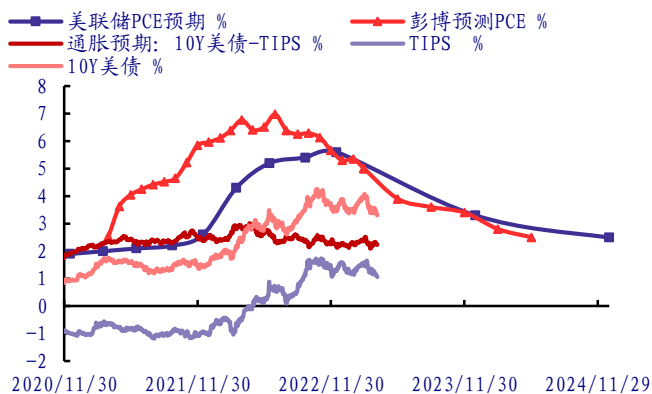
MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES														
	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/5/3									0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	54.8%	45.2%
2023/6/14				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.5%	53.7%	39.9%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	42.8%	43.0%	9.2%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.6%	39.7%	43.0%	11.9%	0.7%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	31.5%	42.3%	19.3%	3.4%	0.2%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	27.5%	40.7%	22.5%	5.6%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	24.2%	39.0%	24.9%	7.9%	1.3%	0.1%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	22.5%	37.8%	26.0%	9.2%	1.8%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.8%	24.3%	36.4%	24.1%	8.4%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.5%	14.7%	30.4%	30.2%	16.1%	4.9%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	2.1%	12.2%	27.2%	30.2%	19.0%	7.2%	1.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.8%	5.6%	17.5%	28.3%	26.3%	14.9%	5.3%	1.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME 美联储观察, 中国银河证券研究院整理

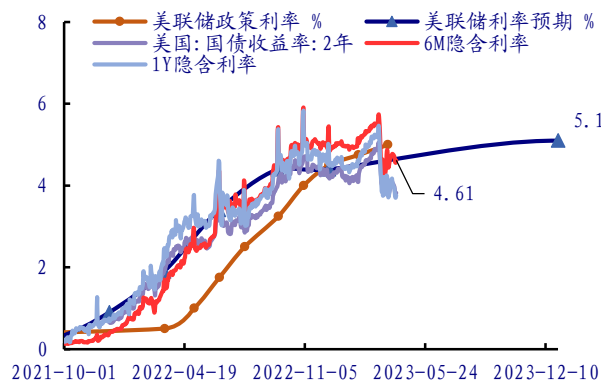
市场通胀预期和政策利率预期: 本周10年期美债TIPS隐含通胀预期下行至2.24%，上周2.34%；6M隐含利率在上周银行业风波暂熄波动回升至4.75%后本周回落至4.61%。

图 19: 美国通胀预期曲线 (%)

图 20: 政策利率、美债利率及市场预期 (%)



资料来源: Bloomberg, Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Bloomberg, Wind, 中国银河证券研究院整理

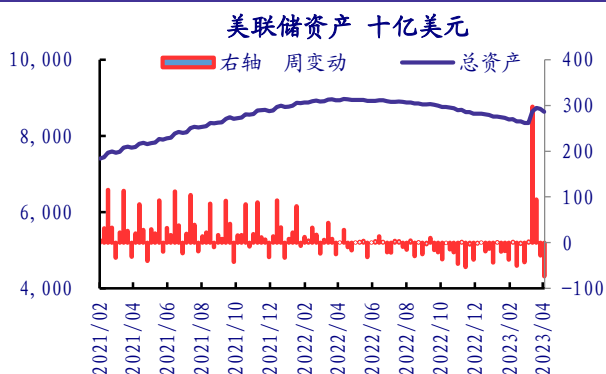
三、国际流动性监测

3.1 美债流动性和央行操作

美联储继续缩表: 截止 2023 年 4 月 6 日 (当周), 美联储在银行业风波后 3 月连续两周向市场释放流动性, 总资产两周大幅增加共 3915 亿美元后上周转回缩表, 本周缩表幅度继续扩大至 735.6 亿元, 美联储持有美债规模本周大幅变化-490.2 亿美元。

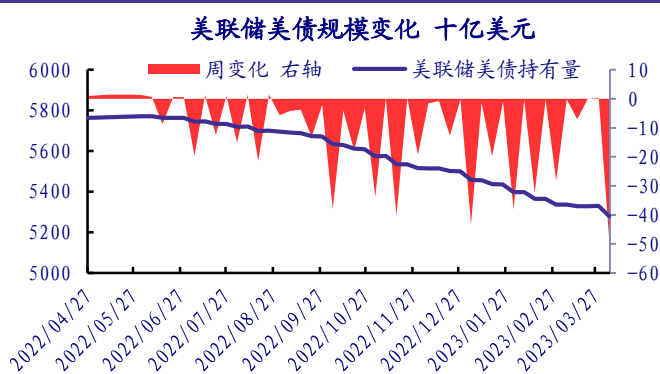
外国央行: 转为增持美债。 外国央行本周增持 253.6 亿美债至 28980.7 亿美元。美债流动性指数回升从 2.53% 升至 2.61% 左右, 美债流动性略有恶化。

图 21: 美联储资产变动 十亿美元



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

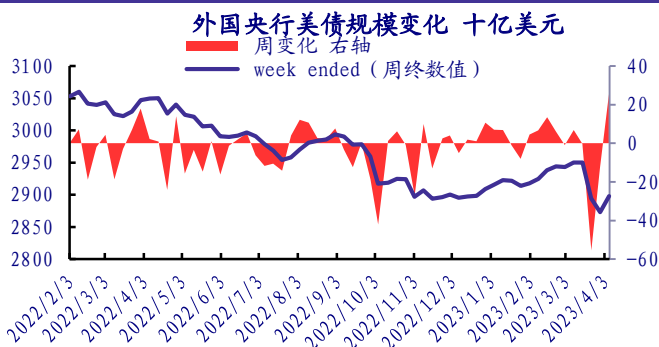
图 22: 美联储持有美债变化 十亿美元



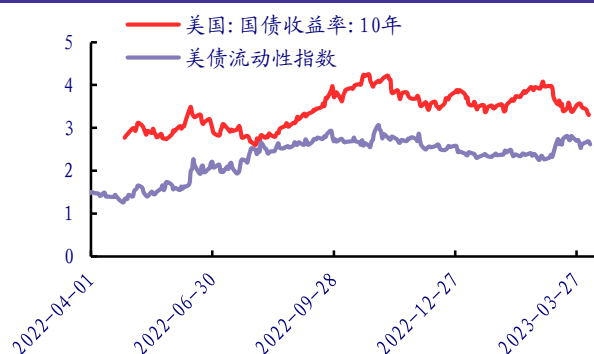
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 23: 全球央行持有美债变化 十亿美元

图 24: 美债流动性指数



资料来源：美联储官网，中国银河证券研究院整理

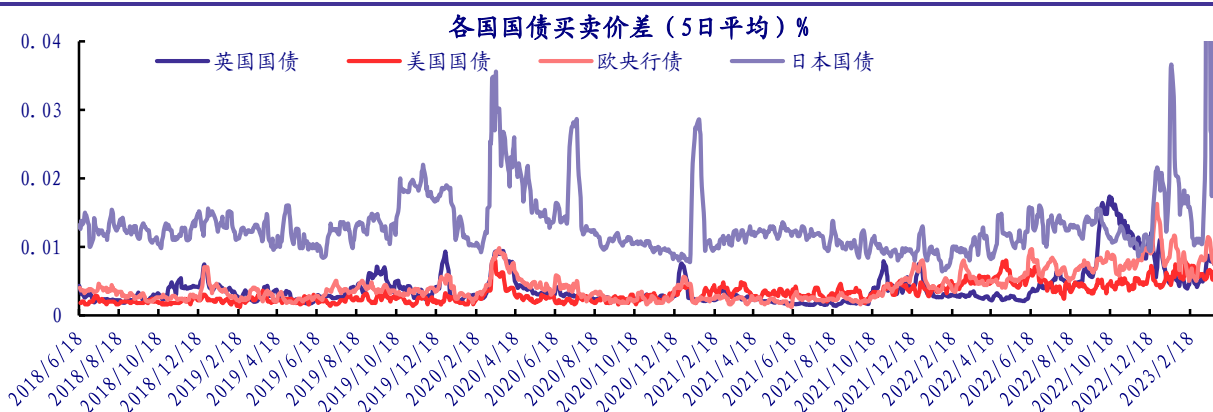


资料来源：Bloomberg, Wind, 中国银河证券研究院整理

3.2 欧、英、日国债流动性及央行资产负债表

欧债、日债买卖价差本周继续回落，流动性较上周有所好转，但日债买卖价差波动性较大；美债、英债买卖价差较上周基本保持平稳。美债收益率下行，日元对冲 10 年期美债收益率本周下行至较低位置继续在负收益区间的历史低位波动，美债对于日本投资者的吸引力仍低。

图 25：各国国债流动性：买卖价差

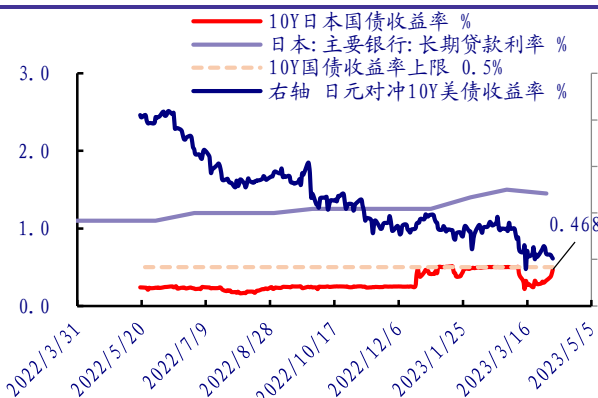


资料来源：Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

截止 3 月 31 日（日央行每月月中、下旬、上旬分别公布截止 10 日、20 日及月最后一天的数据），日央行资产有所减少，主要是减持贷款，国债小幅增加。截止 4 月 6 日，本周 10 年期日本国债收益率继续在上限内但较上周明显增长至 0.47% 左右接近上限 0.5%；另外最新数据日央行贷款资产减少，国债小幅增加，总资产收缩幅度收敛，持续关注 4 月 9 日上任的日央行新任行长植田和男对于日本货币政策的态度。

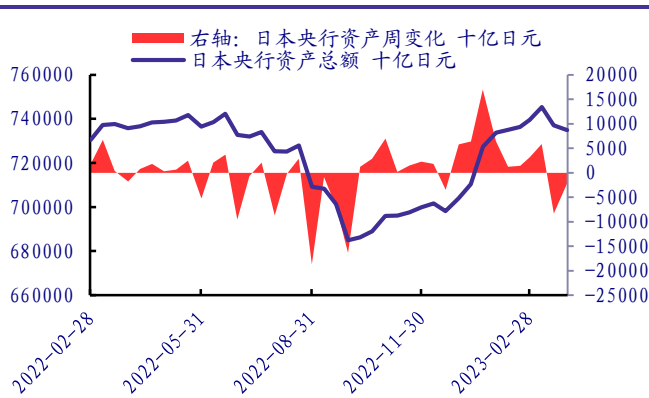
图 26：日本国债收益率水平 (%)

图 27：日央行资产持有情况 十亿日元



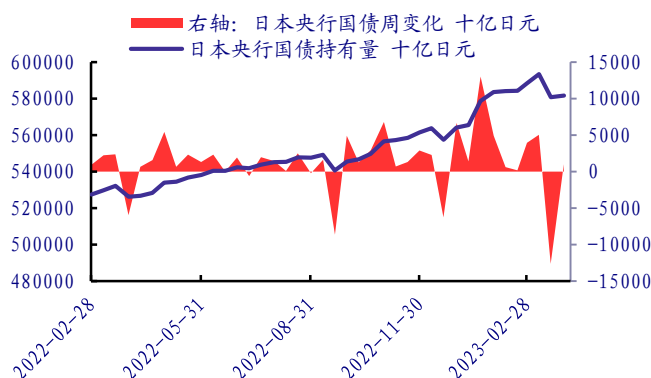
资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

图 28: 日央行国债持有情况 十亿日元



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 29: 日央行贷款持有情况 十亿日元



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3.3 商业银行系统流动性

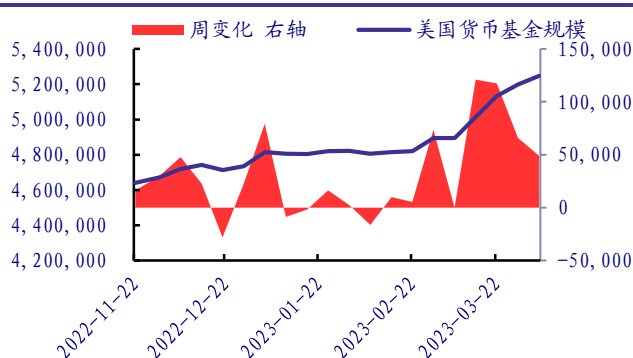
美国银行业流动性压力继续边际缓解但压力仍大。（以下数据为上周三到本周三）

货币基金规模仍大幅上行但幅度继续收窄，资金仍在流出银行。最近一周货币基金净流入490.7亿元，较上周有所下行但大幅高于银行业风波前水平，其中机构客户和零售客户的增长均主要因净买入投资政府债券的货币基金，零售客户购买规模本周继续上升。其中**逆回购占比指标侧面反应银行体系流动性**。随着美联储缩表，值还在高位意味着资产配置久期，市场倾向于短期，且存到美联储，一定程度反应商业银行体系承受更大的流动性压力。本周占比略有下行但保持高位震荡，体现商行存款流失压力和整体流动性压力仍大。

大小商行包括准备金的现金资产水平已开始抬升（此数据滞后两周）大型银行压力缓解但小型银行压力仍较大，准备金水平仍在较低位置；**联邦基金市场每日成交量**在硅谷银行关闭后快速上升，本周整体规模继续上行200亿美元至4910亿元左右，显示银行在联邦基金市场获取现金继续上升；**美联储贴现窗口**旨在为银行提供紧急流动性，贴现窗口使用额近一个月快速上行，本周较上周有明显下行但仍保持在超高水平。

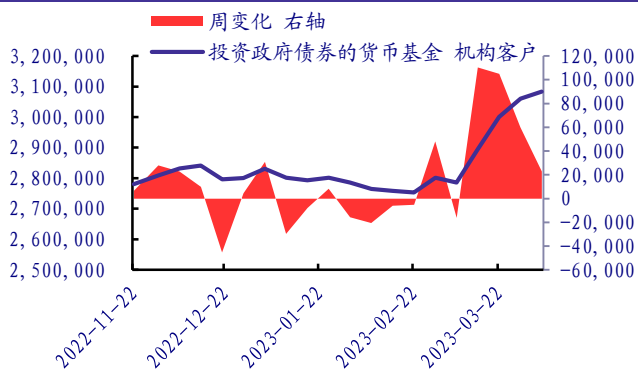
图 30: 美国货币基金规模 百万美元

图 31: 美国中小商行准备金（滞后两周）处于历史低位



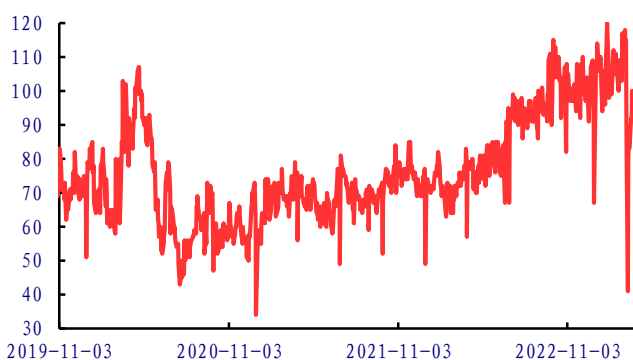
资料来源: FRED, 中国银河证券研究院整理

图 34: 投资政府债券的货币基金规模 机构客户 百万美元



资料来源: FRED, 中国银河证券研究院整理

图 32: 联邦基金市场成交量 十亿美元

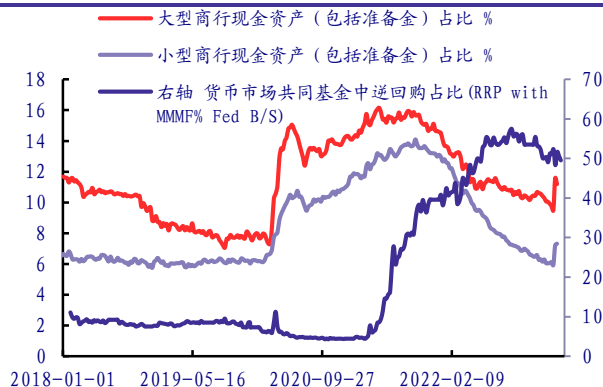


资料来源: FRED, 中国银河证券研究院整理

3.4 美元流动性

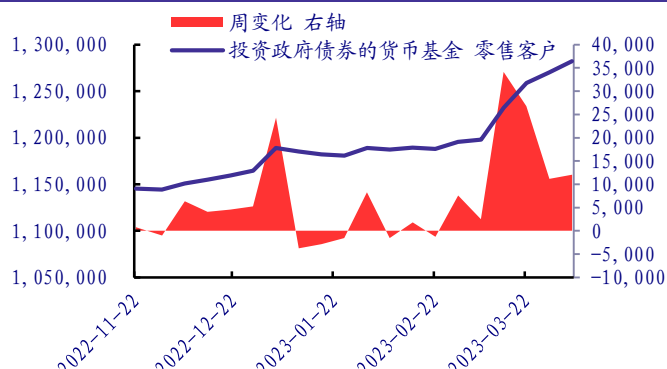
资金利率:美元流动性仍紧张。TED 利差仍在较高位置波动,在上周回落后本周再度由 0.21% 回升至 0.35% (数据滞后一天); 资金利差在高位震荡,较上周 FRA-OIS 利差小幅波动基本持平, LIBOR-OIS 利差明显走阔上行 5BP 左右至 31BP, 显示美元资金面紧缩仍在持续;

汇率交叉互换:欧元、英镑、日元兑美元的 3 个月及 1 年期外汇交叉互换利差继续低位波动,其中相对近期的 3M 交叉互换利差本周继续小幅收窄,1Y 交叉互换利差普遍波动扩张,显



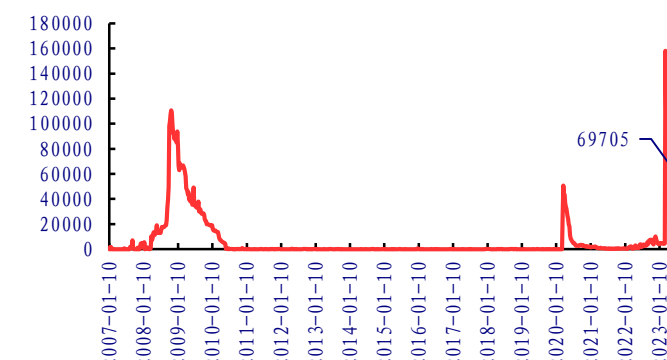
资料来源: FRED, 中国银河证券研究院整理

图 35: 投资政府债券的货币基金规模 零售客户 百万美元



资料来源: FRED, 中国银河证券研究院整理

图 31: 美国货币基金规模



资料来源: FRED, 中国银河证券研究院整理

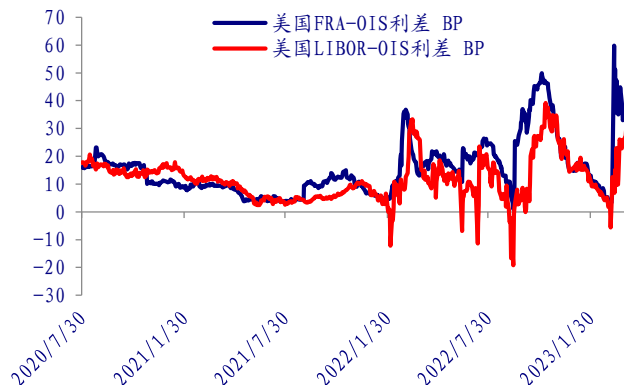
示各货币远期对美元溢价上升，需求边际走强，远期美元流动性更加紧张。

图 36: TED 利差 (%)



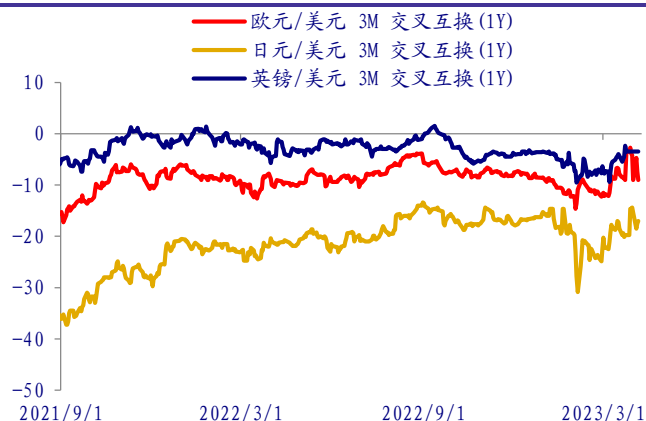
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 37: LIBOR&FRA 与 OIS 利差



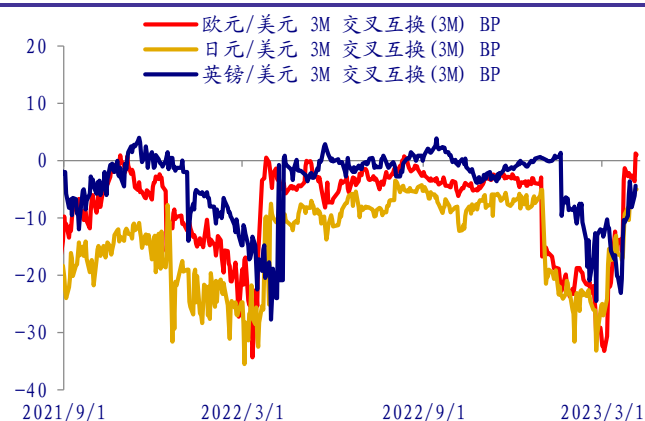
资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

图 38: 外汇互换 (1Y)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

图 39: 外汇互换 (3M)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

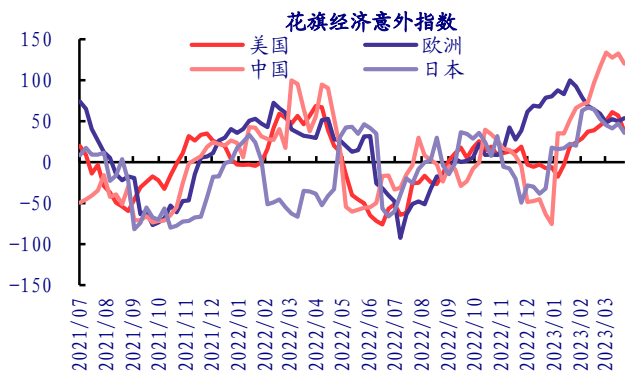
3.5 金融条件

花旗经济意外指数显示欧洲经济不确定性仍边际上行，但中国、日本、美国经济意外指数明显下调；芝加哥联储调整后的全国金融状况指数（延迟一周）继续在 0 以下宽松区域内抬升但已接近临界值，显示金融环境的边际收紧。

美国长期信贷利率本周回升处于相对高位，2 月以来长贷与国债利率均有所反弹回升，但本周 10 年期国债收益率下行，15 年期抵押贷款利率上行至 5.64%，与 10 年期美债利差较上周回升，融资成本的相对高位将对消费、房地产等形成信用抑制。

图 40: 花旗经济意外指数

图 41: 美国金融状况 (延迟一周)

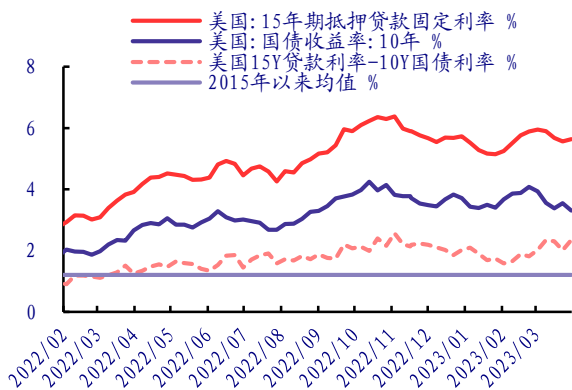


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



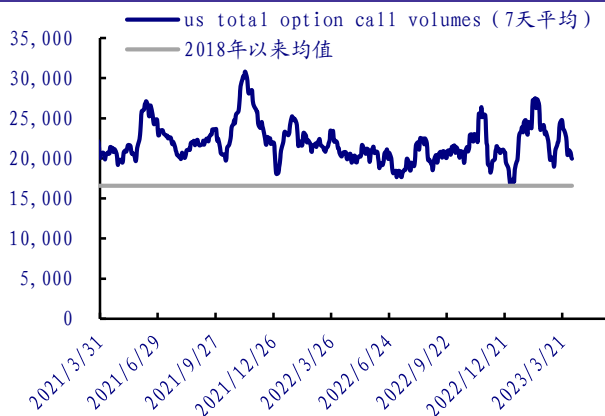
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 42: 美国长期贷款利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 43: 美国金融市场杠杆交易量



资料来源: Bloomberg, WIND, 中国银河证券研究院整理

3.6 资本流动与风险偏好

全球 ETF 资金流向较上周变化不大: 本周美国、欧洲地区、欧元区 ETF 资金分别净流入 111.48 亿、9.8 亿、8.67 亿美元排在全球前列, 而资金净流出前三位的国家(地区)分别是中国、瑞典、韩国, 分别净流出 23.17 亿、3.63 亿、1.35 亿美元;

上周全球 ETF: 美国、欧元区、中国香港 ETF 资金分别净流入 29.03 亿、10.45 亿、8 亿美元排在全球前列, 而资金净流出前三位的国家(地区)分别是中国、韩国、墨西哥, 分别净流出 13.92 亿、3.83 亿、1.13 亿美元。

美国金融市场资金博弈: 美国金融市场杠杆交易本周继续回落, 市场活跃度有所下行, 市场风险偏好略降。

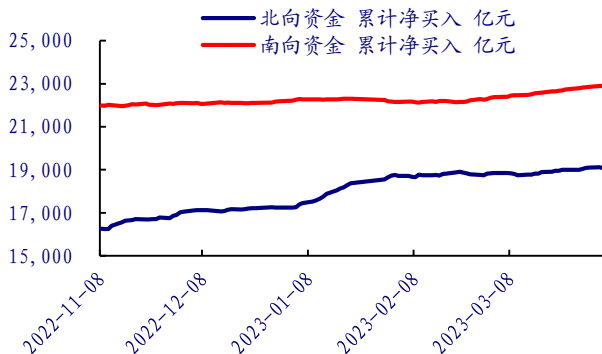
表 4: 全球 ETF 净流量资金流向 百万美元

视图	最高/最低	显示	净流量	市场	全部	百万美元		
国家/地区	1天	1周	1M	3M	年至今	1年	3年	
最高								
10 美国	+3,838	+11,148	+35,832	+47,465	+52,553	+435,348	+1,703,797	
11 欧洲地区*	+199	+980	+1,885	+7,739	+7,881	+2,454	+27,826	
12 欧元区*	+5	+867	+3,674	+7,325	+8,107	+8,171	+25,174	
13 日本	+233	+655	+2,011	+436	+969	+1,623	+76,668	
14 中国香港	--	+446	+3,019	+4,083	+2,761	+13,322	+34,985	
15 澳大利亚	+33	+309	+326	+1,133	+1,410	+5,910	+19,697	
16 瑞士	+19	+186	+901	+2,239	+2,271	+4,126	+6,651	
17 大中华区*	--	+86	+296	+282	+278	+577	-382	
18 爱尔兰	--	+27	+25	+25	+25	+23	+21	
19 欧洲除英国*	0	+24	+78	+213	+213	+207	-146	
最低								
20 新西兰	0	-22	-24	-1	+3	+157	+711	
21 墨西哥	+1	-41	-213	+55	+184	+604	+458	
22 法国	-4	-55	-111	-14	-19	+45	-1,542	
23 英国	+37	-71	-74	+1,060	+1,082	+3,594	+9,929	
24 亚太(除日本)*	-9	-89	-989	+781	+799	-2,003	+13,198	
25 巴西	+44	-94	-328	-1,022	-1,144	-823	-3,068	
26 中国台湾	--	-95	+815	+1,710	+1,423	+11,158	+22,394	
27 韩国	+255	-135	-2,121	-959	-687	+3,506	+351	
28 瑞典	-3	-363	-381	-351	-366	-553	-292	
29 中国	-44	-2,317	-1,700	-1,741	-4,068	+16,722	+75,415	

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院整理

中国权益市场资金(本周因清明假期休市交易日不足5日):北向,上周净流入85.56亿元,本周净流出13.98亿元;南向,上周净流入161.6亿元,本周净流入91.59亿元;融资买入占比在9.48%左右震荡上行,风险偏好上行。

图 44: 南、北向资金累计净买入 亿元



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 45: 融资买入占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

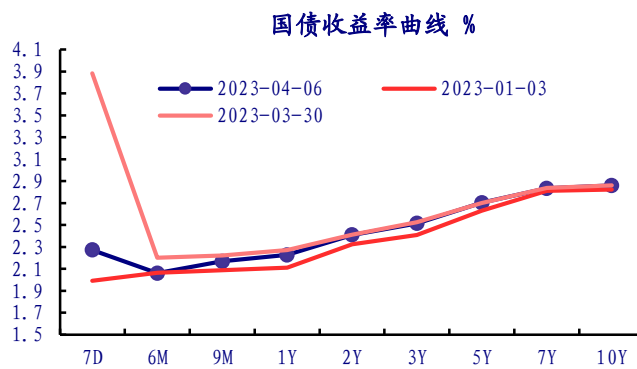
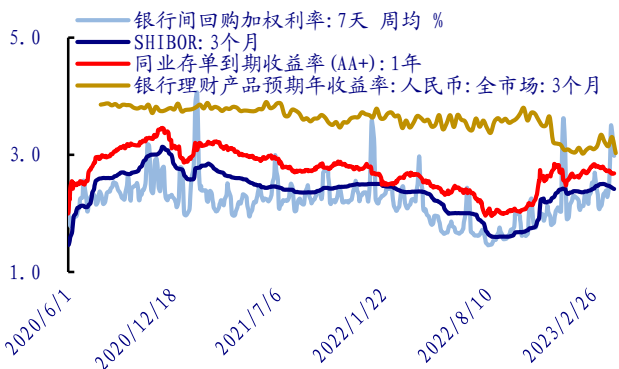
四、国内债市

资金利率: 资金利率全面回落。7天逆回购加权利率周均值、shibor3M、1Y AA+存单以及3个月全市场理财产品预期收益率分别较上周变动-18BP、-4BP、-3BP、-27BP至2.98%、2.41%、2.68%、3.03%。

国债收益率曲线: 国债利率短端下行明显, 中长期利率维持高位震荡。10年期国债及国开债较上周基本持平, 分别保持在2.86%、3.03%。

图 46: 市场利率和政策利率

图 47: 收益率曲线变化



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

表 5: 债券收益率 %

2023/4/6 评级/期限	收益率 (%)					收益率周变化 (BP)					
	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	
国债	-	2.23	2.51	2.70	2.83	2.86	-4.50	-1.12	0.21	-0.39	0.02
国开债	-	2.42	2.71	2.85	3.01	3.03	0.10	2.51	0.86	-0.43	-0.09
地方债	AAA	2.28	2.65	2.83	2.97	3.01	-3.51	1.90	3.33	1.78	-0.29

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院整理

央行操作: 近万亿逆回购到期, 本周由大额净投放转为大额净回笼。由于 4 月 5 日为清明假期, 央行本周开展逆回购操作仅 4 天, 本周通过 7 天逆回购投放 2010 亿元, 相较上周 9790 亿元大幅缩减, 到期量 9790 亿元大幅扩张, 7 天逆回购由上周大额净投放转为本周大额净回收 7780 亿元。

表 6: 央行资金投放

资金面	7天逆回购数量 亿元	7天逆回购到期量 亿元	央行净投放 亿元
2023-04-06	80	4,390	-4,310
2023-04-04	20	2,780	-2,760
2023-04-03	20	2,550	-2,530
2023-03-31	1,890	70	1,820
近一周总计	2,010	9,790	-7,780
上一周总计	9,790	5,230	4,560

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院整理

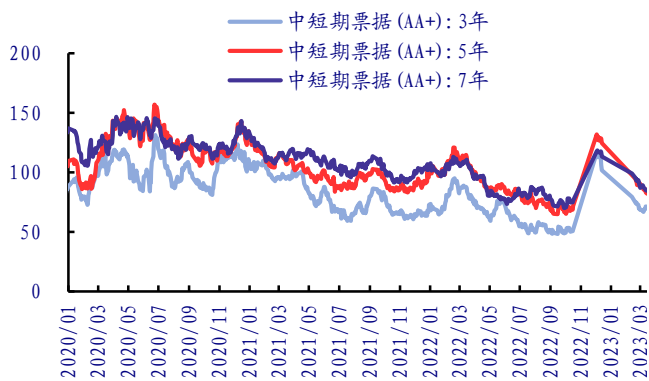
信用债: 信用债收益率较上周有所分化, 长期信用债收益率基本上行, 中短期信用债收益率小幅下行; 信用利差表现不一, 3 年期 AA+ 中票信用利差较上周略有上行但中长期利差继续波动下行, 等级利差表现分化, 其中 AA+ 等级利差变动幅度相对更大。

表 7: 信用债收益率

2023/4/6	评级/期限	收益率(%)				收益率周变化(BP)			
		1Y	3Y	5Y	7Y	1Y	3Y	5Y	7Y
企业债	AAA	2.74	3.07	3.26	3.34	-4.77	-2.75	-4.49	-1.29
	AA+	3.21	3.51	3.69	3.87	-4.94	0.25	-2.49	-2.29
	AA	3.63	3.95	4.14	4.33	-3.94	-0.75	-4.49	23.50
	AA-	5.32	6.03	6.37	6.56	-3.79	-1.75	-3.49	26.85
中短期票据	AAA	2.73	3.07	3.26	3.33	-4.02	-1.66	-5.12	14.72
	AA+	2.84	3.23	3.53	3.68	-4.01	3.34	-3.11	18.62
	AA	2.91	3.64	3.97	4.14	-3.01	-0.66	-5.11	20.55
	AA-	5.32	6.05	6.38	-	-3.01	-0.66	-5.11	-
城投债	AAA	2.79	3.09	3.29	3.34	-3.17	-3.09	-2.59	5.70
	AA+	3.63	2.89	3.23	3.44	-0.17	-3.09	-2.60	7.75
	AA	2.99	3.42	3.95	4.13	-1.17	-2.09	-3.60	26.57
	AA-	4.86	6.38	6.91	7.09	-9.17	-1.09	-2.60	48.76
地产债	AAA	2.79	3.09	3.29	-	-3.23	-0.10	-3.47	-
	AA+	3.00	3.39	3.70	-	-3.21	3.71	-3.05	-
	AA	3.63	4.14	4.51	-	-18.78	-0.79	-5.86	-
	AA-	6.82	8.00	8.44	-	-5.31	-9.25	-15.66	-

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 48: 信用利差 BP



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 49: 等级利差 BP



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、本周重要事件及投资日历

(红: 数据; 蓝: 政策/文件; 黄: 大国关系等)

星期日	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六
26	27	28	29	30	31	1
中国和洪都拉斯正式建立外交关系。	国家统计局公布1-2月份 全国规模以上工业企业利润总额 8872.1亿元, 同比下降22.9%;	欧盟从2035年起禁售会导致碳排放的新的燃油轿车和小型客货车, 使用碳中性燃料的新的燃油车有望在2035年后继续销售;	美国联邦存款保险银行(FDIC)正考虑要求大型银行提供更多资金, 以填补其230亿美元的资金缺;	美国第四季度核心PCE物价指数年化季率终值为4.4%, 略高于预值;	中国3月 官方制造业 PMI 为51.9, 低于2月; 非制造业和综合 PMI 分别为58.2和57;	巴西央行: 人民币已取代欧元 , 成为巴西外汇储备中第二重要的货币;
	央行降准25BP正式落地, 预计释放中长期资金6000亿元;	英国央行行长贝利: 论英国信贷状况最近几周是否收紧为时过早;	央行原行长周小川、央行行长易纲等出席博鳌亚洲论坛2023年年会“碳中和: 困局与破局”分论坛;	在最新一期《世界经济展望报告》中, IMF将对今年中国经济的增长预期由4.4%调高至5.2%;	美国2月 PCE物价指数 同比增长5%, 核心PCE物价指数 同比增长4.6%, 均低于预期。	国务院总理李强同来华正式访问的新加坡总理李显龙举行会谈。 (附件1)
	美国联邦存款保险公司: 硅谷银行 已被出售给第一公民银行。	国家主席习近平同沙特王储兼首相穆罕默德通电话 , 习近平指出, 目前中沙关系处于 历史最好时期 。	国务院总理李强在海南博鳌会见国际货币基金组织总裁格奥尔基耶娃 。	巴西已与中国达成一项协议, 即可用本币而非美元进行双边贸易交易。		
星期日	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六
2	3	4	5	6	7	8
欧佩克+多国 宣布实施自愿石油减产计划, 合计减产约超160万桶; 俄罗斯 也宣布自愿减产石油50万桶/日至2023年底;	美国 ISM 公布: 3月制造业 PMI 为46.3, 低于预期, 低于2月的47.7;	易纲: 建设现代中央银行制度, 更好服务中国式现代化; 维护币值稳定、金融稳定, 促进充分就业和经济增长。 (附件5)	美国 ISM 公布: 3月份 非制造业 PMI 为51.2%; 非制造业就业指数 为51.3%, 均低于2月;	中国物流与采购联合会 发布: 3月 全球制造业 PMI 为49.1%, 结束连续2个月环比上升走势, 全球经济复苏动能依然不足;	中国3月官方外汇储备	
瑞士联邦检察官: 已对 瑞士信贷 在政府支持下被竞争对手瑞银收购一事展开调查;	欧元区3月 制造业 PMI 终值47.3, 高于预期47.1;	澳洲联储宣布暂停加息, 政策利率维持在3.6%水平, 为银行业危机爆发以来首个暂停加息的主要发达国家央行 ;	美国3月ADP就业人数 增加14.5万, 低于预期, 薪资增速放缓, 劳动力需求出现降温迹象;	日本央行行长黑田东彦: 日本经济已不再处于通缩状态 ;	美国3月失业率和非农就业人数	
李强总理会见日本外相林芳正: 今年是中日和平友好条约缔结45周年, 希望以此为契机, 加强中日对话合作。 (附件2)	中国人民银行发布2023年第一季度企业家、银行家、城镇储户二份调查问卷; (附件3)	央行召开2023年货币金银和安全保卫工作电视会议; (附件6)	美国总统拜登: 人工智能是否危险还有待观察, 科技公司有责任确保产品在公开之前是安全的 ;	国家主席习近平会见欧盟委员会主席冯德莱恩: 愿同欧方延续良好传统, 保持密切沟通 ; (附件8)		
	中国银行研究院在北京发布《2023年二季度经济金融展望报告》。(附件4)	商务部新闻发言人就日本宣布拟实施半导体出口管制事宜答记者问。 (附件7)	法国总统马克龙抵京访华 。	国家主席习近平同法国总统马克龙举行会谈, 签署多项双边合作文件, 包括计划、倡议及联合声明。 (附件9)		
9	10	11	12	13	14	15

植田和男出任日央行行长		中国3月通胀数据	美国3月通胀数据	中国3月金融数据 中国3月外贸数据 美国3月PPI		
16	17	18	19	20	21	22
		中国3月经济数据 (含Q1 GDP)	欧元区3月通胀数据	中国4月LPR报价	欧元区4月PMI (初值)	
其他定期事件： 国常会：每月召开2-3次，如有需要随时可召开；4月底：中共中央政治局会议召开；						

附录

- 国务院总理李强同来华正式访问的新加坡总理李显龙举行会谈：**李强表示，习近平主席同总理先生明确了中新“全方位高质量的前瞻性伙伴关系”的新定位。中国愿同新加坡一道，将“高质量”打造为中新合作最鲜明的标识，推动中新关系和务实合作水平再攀新高。
- 李强会见日本外相林芳正：**今年是中日和平友好条约缔结45周年，希望以此为契机，加强中日对话合作，妥善管控分歧，排除风险干扰，不断扩大双边关系积极面，共同推动构建契合新时代要求的中日关系。
- 人民银行发布2023年第一季度企业家、银行家、城镇储户二份调查问卷：**最新的问卷结果显示，今年以来，随着疫情形势的好转，经济发展动能持续向好，带动企业家、银行家和城镇储户群体对经济发展预期的回暖。
- 中国银行研究院在北京发布《2023年二季度经济金融展望报告》：**《报告》认为，2023年一季度，全球经济走势好于预期，欧美经济下行速度放缓，全球供应链紧张状况缓解，还分别对发达经济体产业补贴政策、全球贸易发展新格局、全球流动性紧缩与外汇市场脆弱性、俄罗斯经济金融韧性等热点问题进行专题分析。
- 易纲行长在2023中国金融学会学术年会暨中国金融论坛年会发表讲话：**今年年会的主题是“金融更好服务中国式现代化”，中国人民银行将以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻落实党的二十大、中央经济工作会议和全国“两会”精神，建设现代中央银行制度，维护币值稳定和金融稳定，并以此促进充分就业和经济增长，更好服务中国式现代化。
- 央行召开2023年货币金银和安全保卫工作电视会议：**会议强调，货币发行和现金服务事关人民群众切身利益。当前，现金运行态势深刻变化，高质量发展要求建立更科学、更具弹性的现金供应体系，构建更均等、更普惠、更能满足群众现金使用需求的服务新格局，同时要进一步提高数字人民币研发试点攻坚能力，更好统筹发展与安全。
- 商务部新闻发言人就日本宣布拟实施半导体出口管制事宜答记者问：**希望日方听取理性声音，从维护规则、自身及中日双边利益出发，及时纠正错误做法，推动中日两国经贸关系健康发展，与各方一道共同维护全球半导体产业链供应链稳定。如日方执意为人阻碍中日半导体产业合作，中方将采取果断措施，坚决维护自身合法权益。
- 习近平会见欧盟委员会主席冯德莱恩。**习近平指出，中方始终将欧盟视为国际格局中一支战略性力量，一直把发展中欧关系视为中国外交优先方向，愿同欧方延续良好传统，保持密切沟通，增进战略互信，聚焦互利共赢合作，共同克服干扰和挑战，实现中欧关系高水平运行。
- 习近平同法国总统马克龙举行会谈。**两国元首共同会见了中外记者，并共同见证中国和欧盟签署《关于结束中华人民共和国政府与欧洲联盟地理标志保护与合作协定谈判的联合声明》，两国共同发表《中法关系行动计划》和《中法生物多样性保护和气候变化北京倡议》。

插图目录

图 1: 全球主要大类资产涨跌幅 (%)	3
图 2: 全球主要货币涨跌幅 (%)	4
图 3: 欧元、英镑、日元汇率 (%)	4
图 4: 人民币汇率走势 (%)	4
图 5: 全球主要商品相关涨跌幅 (%)	5
图 6: CRB 指数与美元、美债、美债期限利差 (%)	5
图 7: 全球主要股指涨跌幅 (%)	6
图 8: 全球主要市场及风格涨跌幅 (%)	6
图 9: A 股股指及风格涨跌幅 (%)	6
图 10: 本周中美行业涨跌幅对比 (%)	6
图 11: 美国高收益、投资级债券水平 (%)	7
图 12: 美债期限利差及美元指数	7
图 13: 美债收益率曲线 (%) 及变动	7
图 14: Markit iBoxx 亚洲中资美元债指数	7
图 15: Markit iBoxx 亚洲中资美元债券指数涨跌	8
图 16: 中资美元房地产债 (%)	8
图 19: 美国通胀预期曲线 (%)	9
图 20: 政策利率、美债利率及市场预期 (%)	9
图 21: 美联储资产变动 十亿美元	10
图 22: 美联储持有美债变化 十亿美元	10
图 23: 全球央行持有美债变化 十亿美元	10
图 24: 美债流动性指数	10
图 25: 各国国债流动性: 买卖价差	11
图 26: 日本国债收益率水平 (%)	11
图 27: 日央行资产持有情况 十亿日元	11
图 28: 日央行国债持有情况 十亿日元	12
图 29: 日央行贷款持有情况 十亿日元	12
图 30: 美国货币基金规模 百万美元	12
图 31: 美国中小商行准备金 (滞后两周) 处于历史低位	12
图 34: 投资政府债券的货币基金规模 机构客户 百万美元	13
图 35: 投资政府债券的货币基金规模 零售客户 百万美元	13
图 32: 联邦基金市场成交量 十亿美元	13
图 33: 贴现窗口使用额 百万美元	13
图 36: TED 利差 (%)	14
图 37: LIBOR&FRA 与 OIS 利差	14
图 38: 外汇互换 (1Y)	14
图 39: 外汇互换 (3M)	14
图 40: 花旗经济意外指数	14
图 41: 美国金融状况 (延迟一周)	14
图 42: 美国长期贷款利率	15
图 43: 美国金融市场杠杆交易量	15
图 44: 南、北向资金累计净买入 亿元	16
图 45: 融资买入占比	16
图 46: 市场利率和政策利率	16
图 47: 收益率曲线变化	16
图 48: 信用利差 BP	18
图 49: 等级利差 BP	18

表格目录

表 1: 全球主要国家 2 年、10 年期国债收益率及期限利差变化	7
表 2: 全球央行动态及加息预期变化	8
表 3: 市场预期美联储加息概率 (4 月 6 日)	9
表 4: 全球 ETF 净流量资金流向 百万美元	15
表 5: 债券收益率 %	17
表 6: 央行资金投放	17
表 7: 信用债收益率	17

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。

首席分析师：刘丹，北京大学中国经济研究中心理论经济学博士后，具有 10 余年宏观经济、债券市场研究工作经验，2011 年 6 月加入中国银河证券研究院至今，主要从事 FICC&固收相关研究，涵盖大类资产配置、利率债、信用债、利率互换定价与投资策略等研究工作。

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。

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

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@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：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn