

人民币资产上涨的逻辑：四个预期

核心要点：

五一假期期间，中国资产市场表现出了一定的上涨趋势，4月26日开始，港股连涨五个交易日，恒生科技指数大涨6.8%；富时中国A50指数涨2.9%。外资开始重新配置中国市场。然而，这种上涨并非完全基于基本面的改善，我们认为这一波涨幅受到了四个关键的市场预期影响。

经济基本面尚未完全恢复。首先，商品消费弱势。乘用车销量和房地产成交两大最关键的消费产品均处于较低水平，表明实体经济的复苏尚需时日。其次，服务消费稳健恢复。五一期间出行消费恢复平稳，全国国内旅游人次同比增长7.6%，旅游花费增长12.7%，人均花费566元，同比上涨4.7%。再次，工业生产持续好转需要观察。四月制造业PMI虽处在扩张区间但小幅回落，服务业同样处在扩张区间但较上月大幅下滑。揭示了制造业和服务业的恢复不稳定。PMI原材料价格的大幅上行和出厂价格仅小幅回升对企业利润的修复构成了压力，这点已在工业企业利润3月环比负值中体现。

市场的积极变换来源于四个预期利好。第一，海外货币环境好转。美国一季度GDP和非农数据连续不及预期让市场重拾了对一次以上降息的预期，CME联邦基金利率期货显示市场预期年内两次降息，首次降息在9月出现，第二次在年末进行。非农数据公布后，美国国债收益率下行；三大股指集体上行；美元指数下行。海外货币环境的好转推动了外资对中国资产的配置。

第二，政治局会议对经济政策发出积极预期。一季度政治局会议比市场预期的更加积极，虽然对于一季度取得的经济成绩给与肯定，但更重要的是保持经济积极向好。实际GDP大于名义GDP的情况政策层已经观察到，会议强调避免对经济的重视“前紧后松”，打消了市场关于政策延后的预期，同时对冲了下半年物价上行后，实际经济增速下行的预期。

第三，流动性改善的预期。政治局会议中，货币政策和财政政策删掉了适度运行，两者表现均属于“蓄势待发”。会议明确了避免“前松后紧”的经济政策导向，为市场提供了积极的预期。同时，在《习近平关于金融工作论述摘编》、财政部和人民银行对央行公开购买国债的评论让市场对货币政策的进一步积极调控产生了预期。

第四，房地产政策新变化对地产市场托底的预期。政治局会议中对房地产行业政策的表述直接面向需求侧，展现了未来政策放松有望加速。会议明确会持续推进优化增量住房政策。更重要的是，存量房地产消化提上日程，存量房销售对于解决房地产供应商资金困境有实质性的帮助，针对性更强。房地产政策回到了以需求带动供给，未来房地产政策放松有望加速。

我们认为改变可能要到来，但力度需要观察。目前虽然经济尚未恢复，但政策预期已经在市场中开始展现，市场的动作领先于基本面的复苏。下一步随着政策的及时出台，经济基本面的抬升可以得到有力的支持。

分析师

许冬石

☎：010-8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

研究助理：铁伟奥

风险提示：

1. 政策时滞的风险
2. PPI持续为负的风险

五一假期期间，中国资产市场表现出了一定的上涨趋势，4月26日开始，港股连涨五个交易日，恒生科技指数大涨6.8%，截至5月3日收于3971.29；富时中国A50指数涨2.9%，3日收于18383.36。外资开始重新配置中国市场。

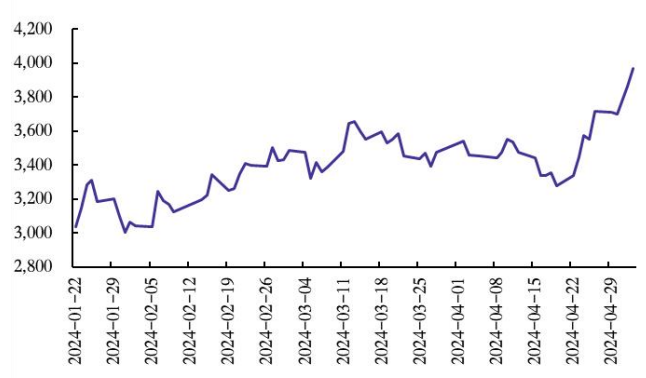
然而，这种上涨并非完全基于基本面的改善，我们认为这一波涨幅受到了四个关键的市场预期影响。

图 1. 富时中国 A50 指数（点）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 2. 恒生科技指数（点）

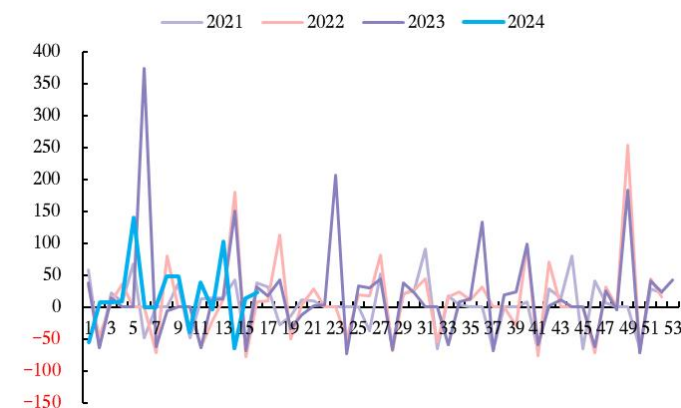


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

一、资产价格的抬升并不是来自基本面

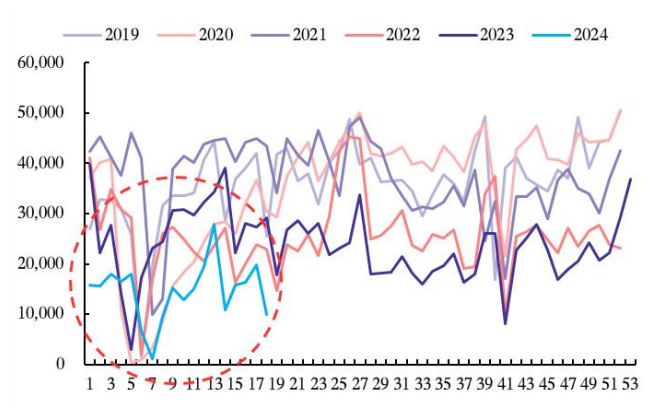
消费尚未完全恢复。首先，商品消费弱势。截至4月21日，2024年第16周乘用车销量仅为去年同期的76%；刨除假日因素，4月28日第17周，30城商品房成交为19810套，同比下降27%。乘用车销量和房地产成交两大最关键的消费产品均处于较低水平，表明实体经济的复苏尚需时日。**其次，服务消费稳健恢复。**五一期间，据文化和旅游部数据中心测算，全国国内旅游出游合计2.95亿人次，同比增长7.6%，国内游客出游总花费1668.9亿元，同比增长12.7%，人均花费566元，同比上涨4.7%。

图 3. 乘用车日均销量增速（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 4. 30大中城市房地产成交套数



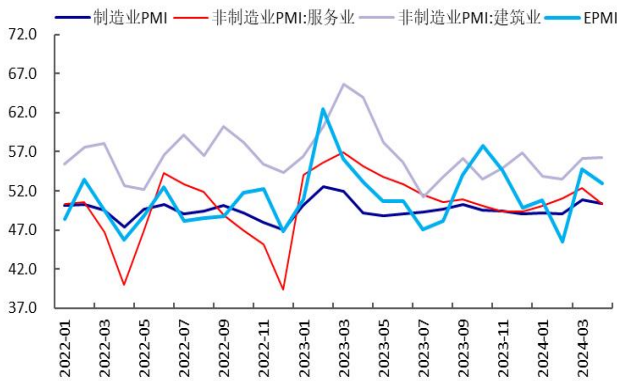
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

工业与服务分化，工业企业利润承压。四月，制造业PMI录得50.4%，处

在扩张区间，但服务业虽同样处在扩张区间（50.3%）但较上月大幅下滑了2.1pct。揭示了制造业和服务业的恢复不稳定。虽然制造业处在扩张区间，但PMI原材料价格的大幅上行和出厂价格仅有小幅回升，对企业利润的修复构成了压力，成本端的压力压缩了中游制造业的利润额，这点已在工业企业利润3月环比负值中体现。

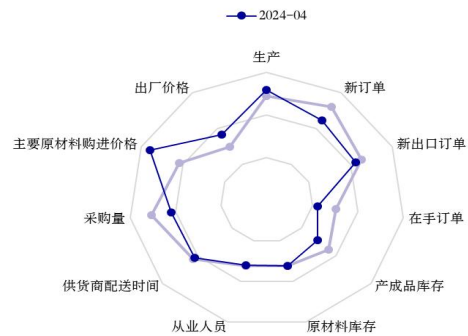
因此从基本面的角度来看，经济运行尚未完全恢复，市场反映的主要是对于预期的变化。

图 5. 4 月 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6. 4 月制造业 PMI 分项 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、四个预期向好

市场的积极变换来源于四个预期利好。第一，海外货币环境好转。4月25日，美国2024年一季度GDP初值公布，环比折年率为1.6%，低于2.5%的市场预期、5月3日，美国4月新增非农就业17.5万人，低于24万人的市场预期，失业率从3月的3.8%升至3.9%，略高于预期的3.8%。连续不及预期的经济数据和劳动力数据让市场重拾了对一次以上降息的预期，CME联邦基金利率期货显示市场预期年内两次降息，首次降息在9月出现，第二次在年末进行。非农数据公布后，美国国债收益率下行，十年期降6.6BP至4.518%；美国三大股指集体上行；美元指数下行至105.0851。

图 7. 市场重拾年内两次降息的预期

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.4%	91.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	32.5%	65.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	17.4%	48.8%	32.6%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	7.4%	29.3%	42.6%	20.2%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.3%	4.4%	20.1%	37.0%	29.7%	8.5%
2025/1/29	0.0%	0.1%	2.1%	11.4%	27.6%	33.8%	20.3%	4.8%
2025/3/19	0.1%	1.2%	7.0%	19.9%	30.8%	26.7%	12.1%	2.2%
2025/4/30	0.5%	3.3%	11.8%	24.0%	29.3%	21.2%	8.4%	1.4%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

第二，政治局会议对经济政策发出积极预期。2024年4月30日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议比市场预期的更加积极，虽然对于一季度取得的经济成绩给与肯定，但更重要的是保持经济积极向好。实际GDP大于名义GDP的情况政策层已经观察到，会议强调避免对经济的重视“前紧后松”，打消了市场关于政策延后的预期，同时对冲了下半年物价上行后，实际经济增速下行的预期。

图 8. 政治局会议表述梳理

	2024年4月政治局会议	2023年12月政治局会议	2023年中央经济工作会议
对于当前年度定位	今年以来，在以习近平总书记为核心的党中央坚强领导下，各地区各部门敢于迎难而上，巩固和增强经济回升向好态势，经济运行中积极因素增多，动能持续增强，社会预期改善，高质量发展扎实推进，呈现增长较快、结构优化、质效向好的特征， 经济实现良好开局。	今年是全面贯彻党的二十大精神的开局之年，是三年新冠疫情防控转段后 经济恢复发展的一年。	2023年是全面贯彻党的二十大精神的开局之年，是转段后 经济恢复发展的一年。
经济总体评价	我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大， 开局良好、回升向好是当前经济运行的基本特征和趋势 ，要增强做好经济工作的信心。	着力扩大内需、优化结构、提振信心、防范化解风险，我国经济 回升向好 ，高质量发展扎实推进，现代化产业体系建设取得重要进展，科技创新实现新的突破，改革开放向纵深推进，安全发展基础巩固夯实，民生保障有力有效，全面建设社会主义现代化国家迈出坚实步伐。	着力扩大内需、优化结构、提振信心、防范化解风险， 回升向好，高质量发展扎实推进。 现代化产业体系建设取得重要进展，科技创新实现新的突破，改革开放向纵深推进，安全发展基础巩固夯实，民生保障有力有效，全面建设社会主义现代化国家迈出坚实步伐。
经济增长面临的困难	经济持续回升向好 仍面临诸多挑战 ，主要是有效需求仍然不足，企业经营压力较大，重点领域风险隐患较多，国内大循环不够顺畅，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升。	顶住外部压力、克服内部困难。	顶住外部压力、克服内部困难。 进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性明显上升。
未来工作目标	要全面落实中央经济工作会议和全国两会精神，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，坚持乘势而上，避免前紧后松， 切实巩固和增强经济回升向好态势。	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，全面深化改革开放， 推动高水平科技自立自强，加大宏观调控力度，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，统筹新型城镇化和乡村全面振兴，统筹高质量发展和高水平安全，切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，增进民生福祉，保持社会稳定，以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业。	坚持 稳中求进、以进促稳、先立后破 ，多出有利于稳就业的政策，在转方式、调结构、提质量、升档次、不断巩固稳中向好的基础。要强化宏观政策逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策， 新和协调配合。
财政政策	实施 好积极的财政政策和稳健的货币政策 ，要及早发行并用好 超长期特别国债 ，加快专项债发行使用进度， 保持必要的财政支出强度 ，确保基层“三保”按时足额支出。	积极的财政政策要 适度加力、提质增效。	积极的财政政策要 适度加力、提质增效。
货币政策	实施 好积极的财政政策和稳健的货币政策 ，要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具，加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本。	稳健的货币政策要 灵活适度、精准有效。	稳健的货币政策要 灵活适度、精准有效。
产业政策和产业链	要 加快突破关键核心技术 ，统筹推进传统产业转型升级、新兴产业壮大、未来产业培育，在更大范围内联动构建创新链、产业链、供应链。	要以科技创新引领现代化产业体系建设，提升产业链供应链韧性和安全水平。	以科技创新引领现代化产业体系建设，要以科技创新、特别是以颠覆性技术和前沿技术催生新产业、新模式、发展新质生产力。
资本市场	要 积极发展风险投资，壮大耐心资本。		
消费和投资	要 积极扩大国内需求 ，落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案， 要创造更多消费场景 ，更好满足人民群众多样化、高品质消费需求。要深入推进以人为本的新型城镇化， 持续释放消费和投资潜力 。要实施好政府和社会资本合作新机制， 充分激发民间投资活力。	要 着力扩大国内需求 ，形成消费和投资相互促进的良性循环。	着力扩大国内需求。要激发有潜能的消费，扩大有效消费和投资相互促进的良性循环。
改革和开放	要坚定不移 深化改革开放 ，建设全国统一大市场，完善市场经济基础制度。要 积极扩大中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口 ，支持民营企业拓展海外市场，加大力度吸引和利用外资。	要 深化重点领域改革 ，为高质量发展持续注入强大动力。要 扩大高水平对外开放 ，巩固外贸外资基本盘。	深化重点领域改革。要 谋划进一步全面深化改革 ，推动高质量发展。加快中国式现代化建设持续注入强大动力。要 扩大高水平对外开放 。要加快培育外贸新动能，巩固、拓展中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商持续有效防范化解重点领域风险。要 统筹化解房地产、中小金融机构等风险 ，严厉打击非法金融活动， 守住系统性风险的底线。
风险	要持续防范化解重点领域风险。要 深入实施地方政府债务风险化解方案 ，确保债务高风险地区和县县真正压降债务。又能稳定发展。要 持续推动中小金融机构改革化险 ，多措并举促进资本市场健康发展。要 切实保障和改善民生 ，突出就业优先导向， 促进中低收入群体增收 ，织密扎牢社会保障网。	要 持续有效防范化解重点领域风险 ，坚决守住不发生系统性风险的底线。	切实保障和改善民生。
民生	要 切实保障和改善民生 ，突出就业优先导向，促进中低收入群体增收，织密扎牢社会保障网。	要 坚持尽力而为、量力而行 ，切实保障和改善民生。	推动城乡融合、区域协调发展。
城镇化	要 深入推进以人为本的新型城镇化 ，持续释放消费和投资潜力。	要 坚持不懈抓好“三农”工作 ，推动城乡融合、区域协调发展。	推动城乡融合、区域协调发展。
绿色低碳	要 扎实推进绿色低碳发展 ，认真落实空气质量持续改善行动计划，加强煤炭清洁高效利用和可再生能源消纳利用，持续有力开展“碳达峰十大行动”， 加快推进废旧物资循环利用体系建设。	要 深入推进生态文明建设和绿色低碳发展 ，加快建设美丽中国。	深入推进生态文明建设和绿色低碳发展。
房地产	继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任， 切实做好保交楼工作 ，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待， 统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。		积极稳妥化解房地产风险， 一视同仁满足不同所有制房地产合理融资需求 ，促进房地产市场平稳健康发展。力房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造”。完善相关基础性制度， 加快构建房地产发展新模式。

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

第三，流动性改善的预期。政治局会议中，货币政策和财政政策删掉了适度运行，两者表现均属于“蓄势待发”，并且继续强调宏观政策取向一致性。会议明确“及早用好超长期特别国债，保持支出强度”，预示国债发行会摆脱1季度缓慢的发行速度。货币上会议指出要“灵活运用利率和存款准备金等政策工具，降低综合融资成本”。一季度的政治局会议明确了避免“前松后紧”的经济政策导向，表明了财政和货币政策的“蓄势待发”，为市场提供了积极的预期。

同时，央行的公开市场买卖国债的讨论也引发了市场的反应。在《习近平关于金融工作论述摘编》中提及“要充实货币政策工具箱，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖”，以此为央行公开购买国债的预期埋下基调。4月23日，财政部在人民日报撰文，进一步表明了在中观机制上要“加强财政与货币政策、金融改革的协调配合，完善基础货币投放和货币供应调控机制”，“支持在央行公

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

开市场操作中逐步增加国债买卖，充实货币政策工具箱”。同日，中国人民银行有关部门负责人接受《金融时报》记者采访时表示“央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备”。不仅如此，央行在一季度货币政策执行委员会例会上，强调“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”。同样是中国人民银行有关部门负责人接受《金融时报》记者采访，表示“固定利率的长期限债券久期长，对利率波动比较敏感，投资者需要高度重视利率风险。对于交易型投资者，通过加大杠杆、拉长久期，在短期价格大幅上行中可以获得更多收益，但也容易加剧市场波动，需要承担价格大幅下行出现的损失。”因此，央行对长短利率的关注也进一步加强了央行可能在公开市场买卖国债，流动性潜在释放的预期。

第四，房地产政策新变化对地产市场托底的预期。政治局会议中对房地产行业政策的表述如市场预期，直接面向需求侧，展现了未来政策放松有望加速。虽然会议基调仍然是房地产行业需要构建发展新模式，强调保交楼。但会议明确会持续推进优化增量住房政策，如各城市房地产限购政策放开等。更为重要的是，存量房地产消化提上日程，存量房销售对于解决房地产供应商资金困境有实质性的帮助，针对性更强。房地产政策回到了以需求带动供给，未来房地产政策放松有望加速。房地产市场作为中国经济的重要组成部分，也是目前市场最关注的焦点之一。积极地政策表述增强了市场对房地产政策的期待。

表 1 四月以来地方存量房优化政策

城市	政策出台时间	政策
无锡	2024/4/3	梁溪城发集团发布商品房“以旧换新”公告，在梁溪区范围内试行梁溪城发集团指定主体回购居民存量二手商品住房，居民在梁城发集团下属控股在售项目新购商品住房。
长沙	2024/4/18	长沙市住房和城乡建设局印发《关于支持居民购买改善住房的通知》，全市范围内“以旧换新”购买新房的，可按照“认房不认贷”政策，享受首套房首付比和按揭利率优惠；购买新房申请住房公积金贷款的，在原有基础上上调最高贷款额度；同时不再审查购房者资格条件。
丽水	2024/4/18	《进一步优化房地产市场调控措施》聚焦降低市民购房成本、强化二手房联动、优化行业营商环境等领域推出了9项政策举措，包括延续实施购房补贴政策、“以旧换新”推进有机更新、加大公积金政策支持力度、鼓励企业加快市场去化、发挥融资协调机制作用、加快优地先供好地先出、优化出让地块规划条件、全力助推项目开工建设以及落实开竣工问题处置政策。
深圳	2024/4/23	深圳市房地产业协会与深圳市房地产中介协会联合发布《开展我市商品住房“换馨家”活动》的通知，宣布在全市推行房产“以旧换新”，面向深圳市区内所有计划出售二手商品住房并购买新建商品住房的换房人，参与活动的房企联合经纪公司旧房优先推荐，居民售房款用于购买指定新房项目。
郑州	2024/4/26	河南郑州发布二手房“卖旧买新、以旧换新”试点工作公告，明确了收购二手房的具体条件、收购流程，以及“卖旧买新、以旧换新”的服务流程。二手房收购工作将于4月20日启动，试点阶段限额500套。
南京	2024/4/27	南京安居建设集团宣布开展存量住房“以旧换新”试点活动，首批试点限额2000套。不同于以往帮卖模式“以旧换新”
成都	2024/4/28	自4月29日起，成都市全市范围内住房交易不再审核购房资格，全市商品住房项目不再实施公证摇号选房，由企业自主销售，对社会关注度较高的热点项目，鼓励企业采取公证摇号选房销售。

天津	2024/4/30	<p>出台《关于进一步优化房地产调控政策的通知》：</p> <p>第一，满足京津冀协同发展住房需求，明确北京市、河北省户籍居民和在北京市、河北省就业人员在天津购买住房的，享受本市户籍居民购房政策。</p> <p>第二，进一步优化住房限购政策，明确本市户籍居民在市内六区购买单套 120 平方米以上新建商品住房的，不再核验购房资格。</p> <p>第三，完善住房套数认定标准，明确居民在非限购区购买住房的，核查其在相应区住房情况。同时，对有 60 周岁（含）以上成员的居民家庭或生育二孩及以上的多子女家庭，可凭居民家庭户口簿等材料，在认定住房套数时核减 1 套。</p> <p>第四，提出继续鼓励各区结合本区实际，通过发放购房补贴、企业团购优惠等政策减轻居民购房负担，支持刚性和改善性住房需求。</p>
北京	2024/4/30	<p>在执行现有住房限购政策的基础上，允许满足规定条件的以下居民家庭（含夫妻双方及未成年子女，下同）或成年单身人士，在五环外新购买 1 套商品住房（包括新建商品住房和二手住房）：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1.本市户籍居民家庭（含驻京部队现役军人和现役武警家庭、持有有效《北京市工作居住证》的家庭），已在京拥有 2 套住房的； 2.本市户籍成年单身人士，已在京拥有 1 套住房的； 3.连续 5 年（含）以上在本市缴纳社会保险或个人所得税的非本市户籍居民家庭或成年单身人士，已在京拥有 1 套住房的。
肇庆	2024/4/30	<p>肇庆市促进房地产业高质量发展若干措施》鼓励住房“旧换新”“旧转保”。将全市公积金增值收益的 50% 以上用于支持筹集建设保障性租赁住房 and 公租房。制定支持购买改善性住房并推动旧房转保障性住房有关办法，鼓励有改善住房需求的市民群体，将本人或直系亲属持有的可用于出租的商品住房，自愿申请纳入保障性住房房源，经属地住房保障部门审核后，符合条件的，由属地政府委托的机构(简称“实施部门”)参考市场价格一次性支付一定年限的租金进行统租。申请人的全部租金收益用于新购肇庆市行政区域范围内的新建商品住房。实施部门统租后的房屋用于本辖区保障性租赁住房或公租房运营。</p>
盐城	2024/5/1	<p>盐城市城市建设投资集团有限公司和悦达地产集团有限公司两家企业宣布启动存量住宅“以旧换新”活动，由企业直接收购市民存量住宅，可换购指定楼盘的新房。</p>
南通	2024/5/1	<p>崇川区域内可上市交易的商品住房均可参与置换，第一批参与置换的新房是来自北城壹号在建的 50 套房源。</p>
上海	2024/5/3	<p>上海市房地产业协会、上海市房地产经纪行业协会积极响应第五届上海“五五购物节”，联合倡议在本市发起商品住房“以旧换新”活动。该活动旨在通过“以旧换新”模式，方便居民置换住房，更好地支持居民合理的梯度置业需求。</p>

资料来源：地方政府官网, 中国银河证券研究院

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。

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，新财富团队成员，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。

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。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

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：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn