2021 年 01 月 17 日

宏观研究团队

中美利差收窄，大势所趋

——宏观经济专题

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）
xuji@kysec.cn
证书编号：S0790520070008

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

近期，中美利差从前期持续走阔转向收窄，引发关注。本文对中美利差驱动逻辑、演绎趋势做了系统梳理。我们分析认为，中美利差收窄大势所趋，幅度或被低估。

● **中美利差从走阔到收窄，本质上反映了疫情影响下，中美经济从错位到收敛**

随着中债收益率下行、美债收益率上行，中美利差从前期大幅走阔转向收窄。2020 年 11 月中旬以来，以中美 10 年期国债收益率之差表示的中美利差，由前期持续大幅走阔转向收窄，从 11 月中旬历史最高点的 249BP 收窄超 50BP 至 1 月 14 日的 196BP。中美利差收窄是中债下行、美债上行的结果，10 年中债收益率从高点 3.35%下行至 1 月 14 日的 3.11%，而 10 年期美债上行近 30BP 至 1.15%。**从 2020 年 2 月中旬以来，中美利差从走阔到收窄，本质上反映了疫情影响下，中美经济从错位到收敛的过程。**中美利差，归根结底取决于中美经济形势差异。疫情影响下，一季度，中国经济显著负增长、美国经济小幅正增长，中美利差出现全年低点；二、三季度，中国率先走出疫情、美国疫情恶化下，中美经济差异扩大、中美利差持续走阔；四季度，随着美国经济加速修复，中美利差转向收窄。

● **伴随中美经济表现逐步收敛，中美利差收窄大势所趋，幅度或被显著低估**

伴随中美经济表现逐步收敛，中美利差回归中枢的动能较强，我们预计可能从目前 200BP 附近回落至 100BP 左右。2012 年以来，中美利差中枢水平在 130BP 左右、波动区间缓步下移。“后疫情”时代，中美经济逐步收敛过程中，中美利差回归中枢的动能较强；综合考虑中美经济驱动逻辑的不同，我们认为，中美利差收窄大势所趋、幅度或被显著低估，2021 年中美利差最低或收窄至 100BP 左右。**中美利差的收窄，或以美债收益率的显著上行、中债收益率下行共同推动。**随着疫苗大规模接种、前期刺激政策效果滞后显现等，美国库存周期启动将会非常强，通胀上升较快，我们推测，2021 年 10 年美债或上行至 2%左右。同时，中国政策“退潮”较早、决心更强，信用“收缩”已经开启；“宽货币”对冲“紧信用”下，中债下行趋势确定性较强，2021 年 10 年中债收益率低点或回到 3%以下。

● **综合中美经济、中美利差、资金流动等，我们认为人民币升值或已接近尾声**

中美利差逐步收窄过程中，海外资金流入动能或有所减弱，有助于缓解人民币升值压力。历史经验显示，中美利差水平等因素，会影响人民币资产的相对性价比；中美利差水平较高时，外资往往加快流向人民币资产，进而对人民币汇率产生一定影响。例如，2020 年中美利差大幅抬升下，外资持续、大幅流入中国债市。**综合中美经济、中美利差、资金流动等形势演绎，及政策最新表态等因素，我们认为，人民币升值或已接近尾声。**2020 年，中美利差创新高，与人民币兑美元汇率大幅升值，都是疫情影响下，中美经济错位的结果。2021 年，中美经济将逐步收敛，中美利差大幅收窄、资金流入动能减弱，而美元指数或逐步走强。我们预计，人民币兑美元汇率升值或已接近尾声，未来将在市场机制下加大双向波动。

● **风险提示：**疫情反复，债务风险加速暴露。

相关研究报告

《宏观经济专题-10Y 美债利率走势研判》-2021.1.16

《宏观经济点评-相比总量，出口结构的变化更值得关注》-2021.1.14

《宏观深度报告-流动性“新知”系列之三：银行“表”与“里”，二十年之大变局》-2021.1.13

目 录

1、 一问：中美利差映射的宏观逻辑 3
2、 二问：中美利差走势后续演绎 6
3、 三问：中美利差趋势收敛带来的影响 8
4、 研究结论 10
5、 风险提示 11

图表目录

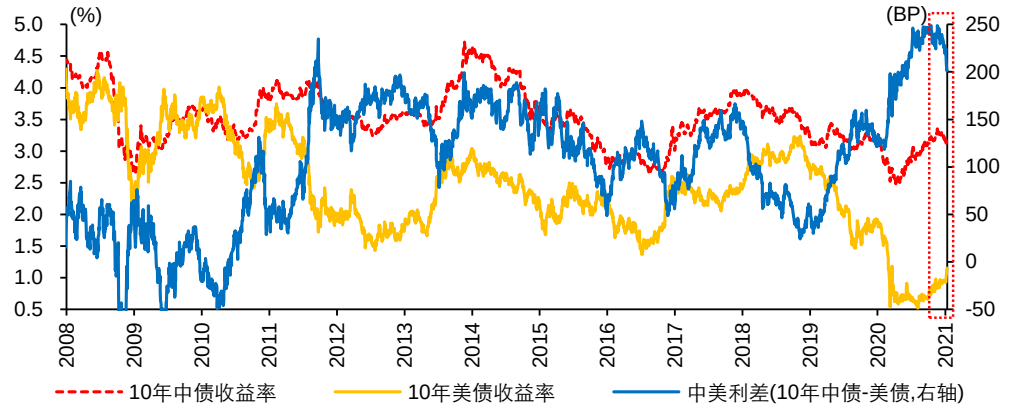
图 1： 2020 年底以来，中美利差高位回落 3
图 2： 2020 年 11 月中旬开始，隔夜利率大幅回落 4
图 3： 经济修复最快的阶段早已过去，社融增速见顶回落 4
图 4： 美联储释放政策信号后，市场担忧更快加息 4
图 5： 美联储释放政策信号后，美债曲线持续陡峭化 4
图 6： 美国经济领先指标 WEI 指数持续抬升 5
图 7： 油价大涨带动美国通胀预期快速抬升 5
图 8： 中美利差中枢由中美货币环境差异决定 5
图 9： 中美利差波动受中美经济形势差异影响 5
图 10： 疫情影响下，中美经济从错位到收敛 6
图 11： 中美货币政策节奏、力度不同 6
图 12： 中性情景下，社融增速或回落至 10%左右 6
图 13： “紧信用”环境，多对应“宽货币” 6
图 14： 社融顶部拐点领先长端收益率拐点 7
图 15： 社融领先经济 2 个季度左右 7
图 16： 美国库存增速止跌反弹，库存领先指标大幅抬升 7
图 17： 美国有望在年中前后接近全民免疫目标 7
图 18： 美国经济景气改善及 CPI 同比高于 2%阶段，10Y 美债利率均上行至 2%以上 8
图 19： 2012 年以来中美利差逐步下移，2020 年明显走阔 8
图 20： 随着中美经济收敛，中美利差开始收窄 8
图 21： 2020 年，中美利差创新高、人民币汇率大幅升值 9
图 22： 疫情影响下，中美经济一度明显错位 9
图 23： 2020 年 9 月来，美欧经济领先指标之差止跌反弹 9
图 24： 随着疫情形势改善，美元指数中短期或已见底 9
图 25： 与发达经济体相比，中国债券收益率水平较高 10
图 26： 中美利差较高背景下，外资持续、大幅增持中债 10
图 27： 美元兑人民币汇率与美元指数走势高度正相关 10
图 28： 汇率趋于贬值时，结售汇美元净敞口扩大 10

近期，中美利差从前期持续走阔转向收窄，引发关注。本文对中美利差驱动逻辑、演绎趋势做了系统梳理。我们分析认为，中美利差收窄大势所趋，幅度或被低估。

1、 一问：中美利差映射的宏观逻辑

随着中债收益率下行、美债收益率上行，中美利差从前期大幅走阔转向收窄。2020 年 11 月中旬以来，以中美 10 年期国债收益率之差表示的中美利差，由前期持续大幅走阔转向收窄，从 11 月中旬历史最高点的 249BP 收窄超 50BP 至 1 月 14 日的 196BP。中美利差收窄是中债下行、美债上行的结果，10 年中债收益率从高点 3.35%下行至 1 月 14 日的 3.11%，而 10 年期美债上行近 30BP 至 1.15%。

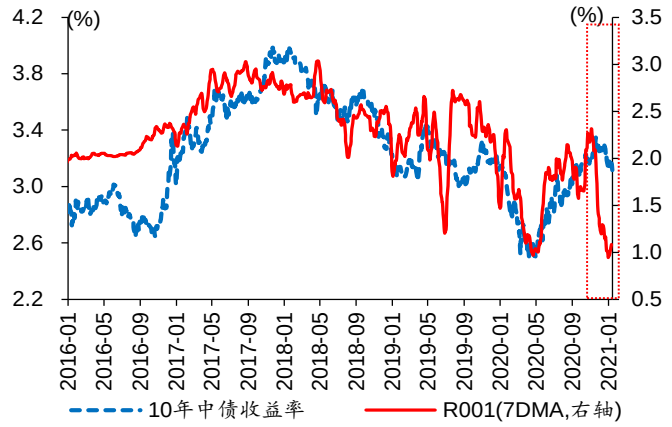
图1：2020 年底以来，中美利差高位回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

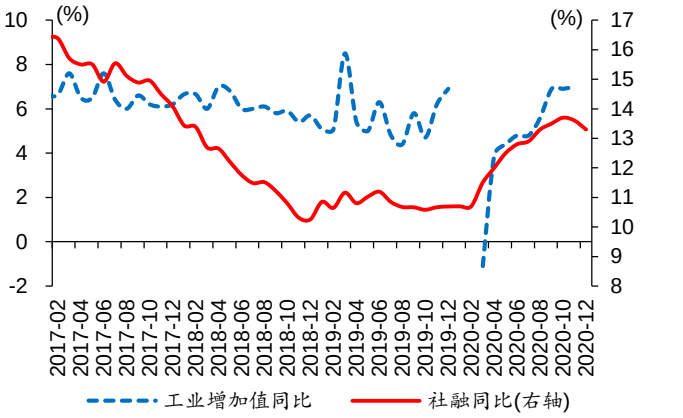
近期中国债市震荡走强，直接得益于永煤事件后的流动性宽松，信用“收缩”强化了债市走强的基本面逻辑；反观经济本身，需求或已见顶。2020 年 11 月中旬开始，为缓解永煤事件的冲击，央行加大公开市场和 MLF 操作，货币市场利率快速下行，R001 由 2.8%回落至 1%附近，带动中债长端收益率下行。信用“收缩”的开启，强化了债市走强的基本面逻辑，社融增速在 11 月见顶回落、12 月加速下滑；反观经济本身，经济修复最快的阶段早已过去，需求或已见顶。

图2：2020 年 11 月中旬开始，隔夜利率大幅回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

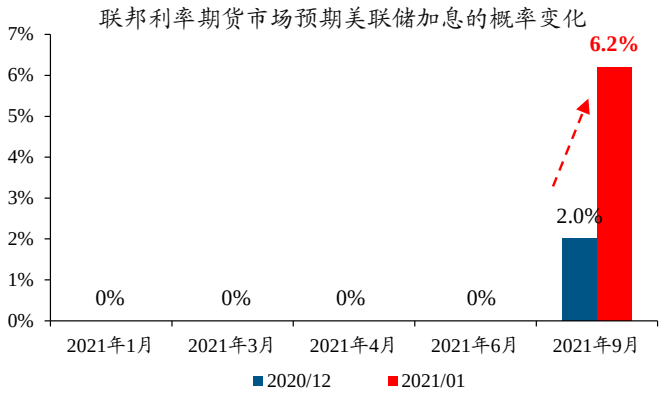
图3：经济修复最快的阶段早已过去，社融增速见顶回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

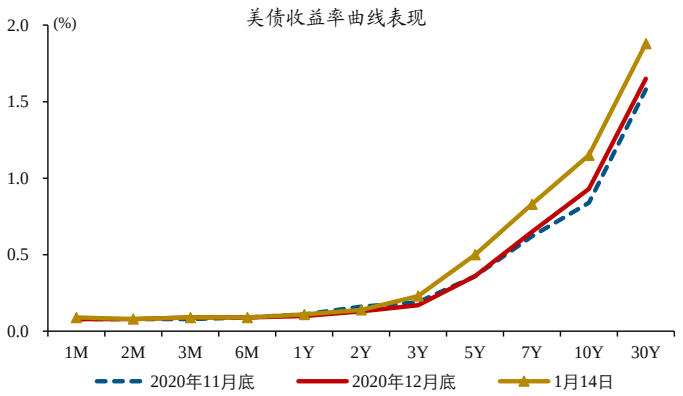
美债收益率快速上行的触发因素是美联储鹰派表态，背后本质是美国经济前景向好。1 月以来，美联储公布的 FOMC 会议纪要及多位官员讲话，频频提及“缩减 QE 规模”，引发市场对美联储政策转向的担忧。美联储鹰派表态背后，是疫苗推广及民主党统一国会后、拜登有望加码财政刺激等，使美国经济前景进一步向好。近期油价大幅上涨、带动美国通胀预期持续升温，也推动了美债收益率的上行。

图4：美联储释放政策信号后，市场担忧更快加息



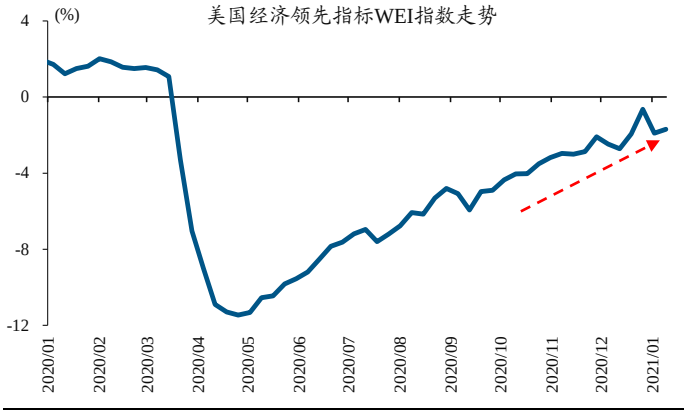
数据来源：CME、开源证券研究所

图5：美联储释放政策信号后，美债曲线持续陡峭化



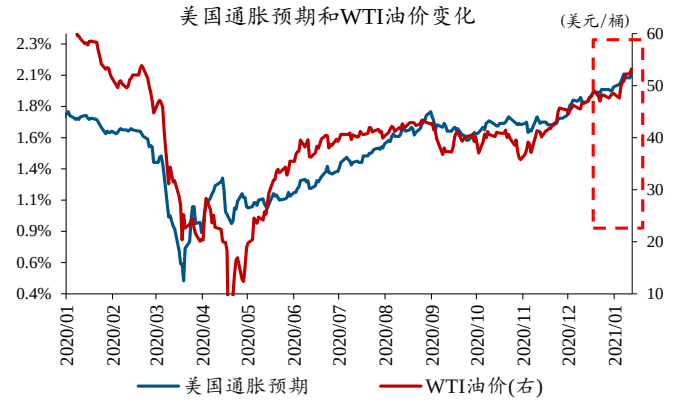
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：美国经济领先指标 WEI 指数持续抬升



数据来源：St Fed、开源证券研究所

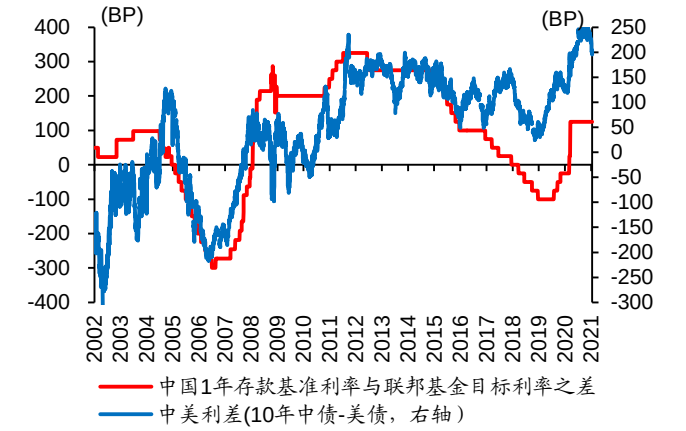
图7：油价大涨带动美国通胀预期快速抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

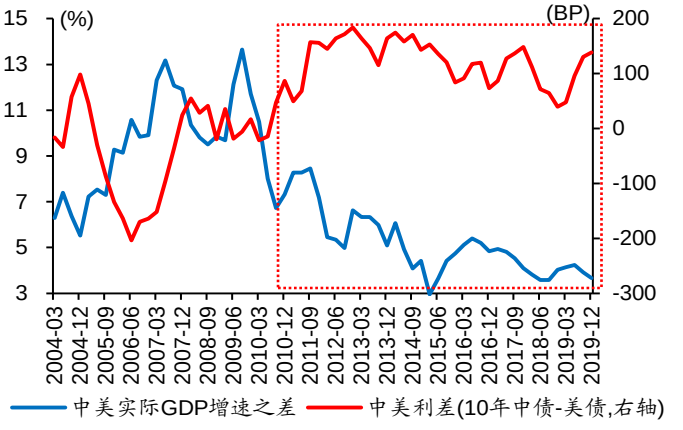
中、美债券收益率变化，带动中美利差从走阔到收窄，本质上是疫情影响下，中美经济从错位到收敛的过程。不论中债还是美债，主要受基本面和流动性和影响，而中美利差取决于中美经济、货币政策差异。疫情错位下，中国经济在 2020 年一季度显著负增长、而美国经济小幅正增长，导致中美利差在一季度出现全年低点。为缓解疫情冲击，中美均采取货币宽松、但美国力度更大；而中国率先从疫情走出、美国疫情恶化下，二、三季度中美经济差异扩大，共同推动中美利差持续走阔。随着美国经济加速修复带动中美经济收敛，中美利差在四季度开始收窄。

图8：中美利差中枢由中美货币环境差异决定



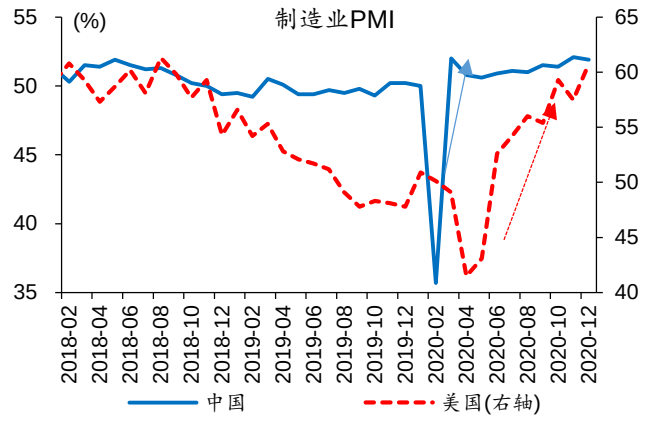
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：中美利差波动受中美经济形势差异影响



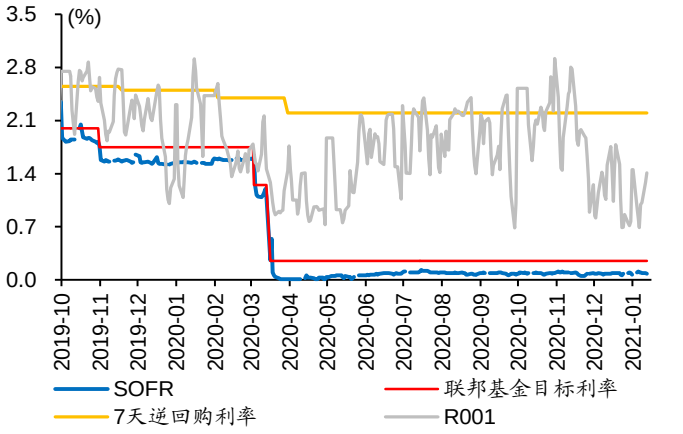
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：疫情影响下，中美经济从错位到收敛



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：中美货币政策节奏、力度不同

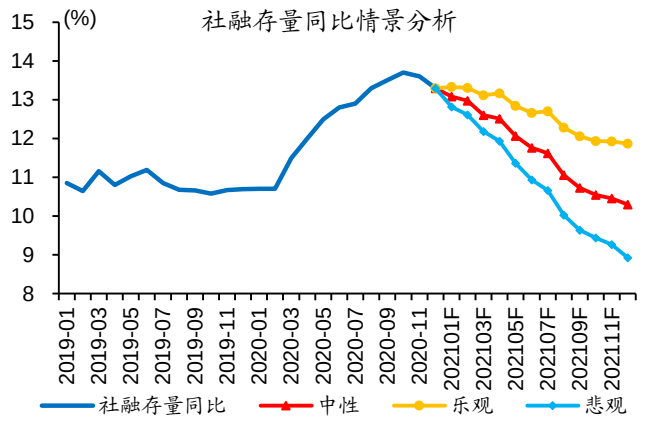


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 二问：中美利差走势后续演绎

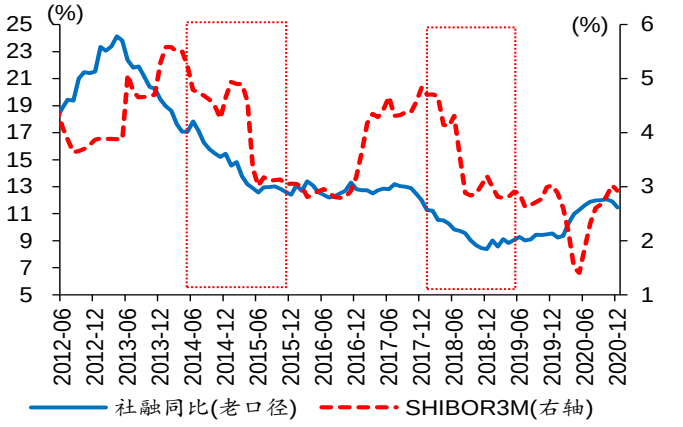
2021 年，中国信用“收缩”之年。财政“退潮”、货币对冲，“紧信用”与“宽货币”搭配。政策托底加码下，实体杠杆率大幅抬升，导致债务风险进一步累积、资金利用效率越来越低。随着疫情逐步平复，疫情期间的非常态托底措施，尤其是低效率“加”杠杆，“退潮”乃大势所趋，信用“收缩”已然开始。中性情景下，2021 年社融增速或回落至 10%左右。信用“收缩”背景下，传统增长动能回落，企业再融资压力上升、信用风险加速暴露，货币流动性环境不宜收紧、甚至需要采取适度宽松的对冲措施（详细分析参见《“不急转弯”的政策内涵》）。

图12：中性情景下，社融增速或回落至 10%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：“紧信用”环境，多对应“宽货币”

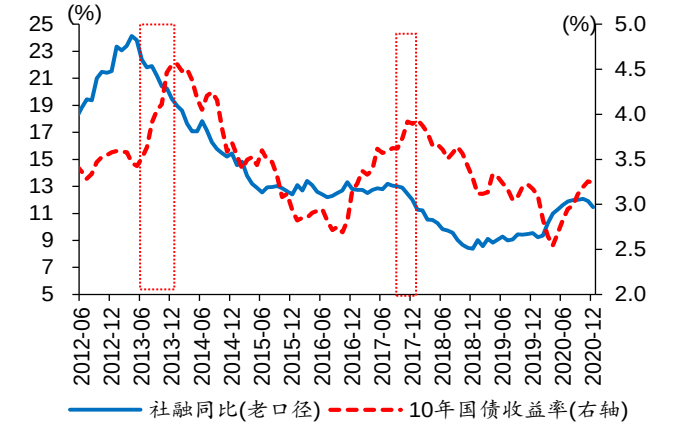


数据来源：Wind、开源证券研究所

“紧信用”与“宽货币”搭配下，中债长端收益率下行趋势确定性较强。经验显示，社融增速见顶领先长端收益率 1-2 个季度左右，时滞与流动性变化相关；“紧信用”与“宽货币”搭配下，长端收益率一般趋于下行，2014 年至 2015 年、2018 年即为典型。不同以往，永煤事件使得流动性转向宽松，出现在信用“收缩”开始不久，

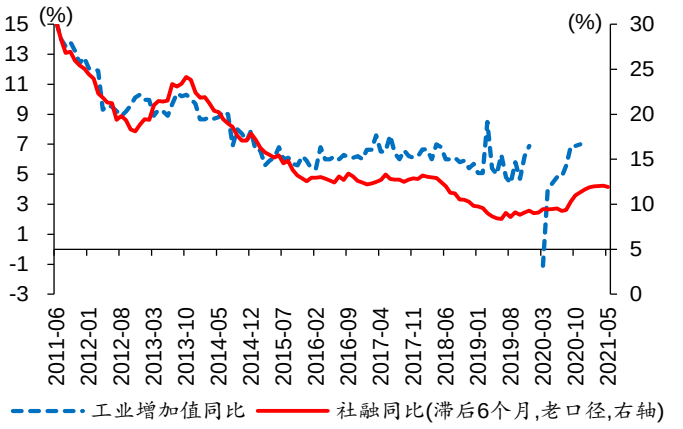
长端收益率即开启下行趋势。随着国内需求见顶回落，经济基本面对债市支持显现。我们预计，2021 年 10 年中国国债收益率低点或回到 3%以下。

图14：社融顶部拐点领先长端收益率拐点



数据来源：Wind、开源证券研究所

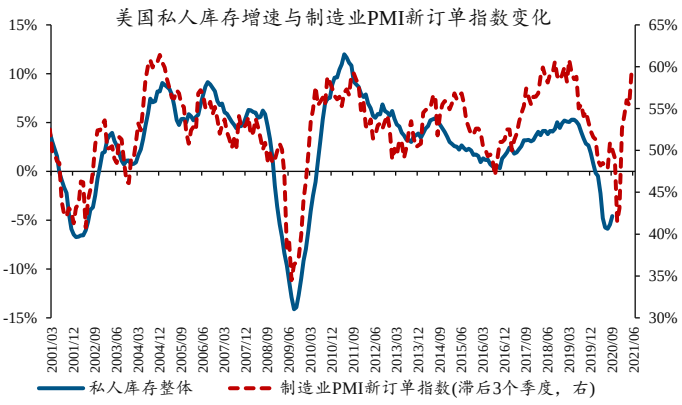
图15：社融领先经济 2 个季度左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

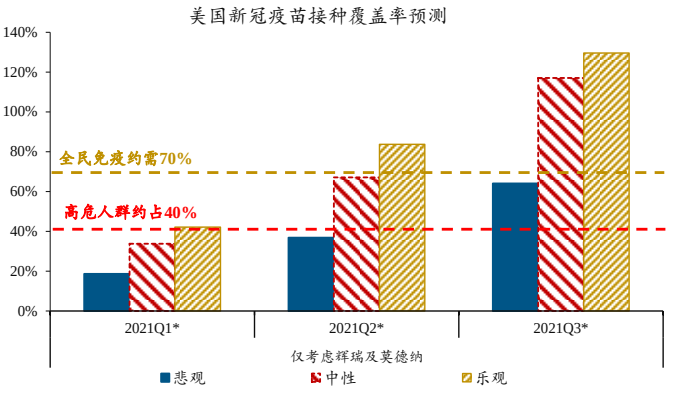
美国库存周期已然启动，经济与通胀形势综合考量下，美债长端收益率上行空间或被低估。自 2020 年 8 月起，美国库存增速止跌反弹，私人部门开始补库。同时，新一轮财政刺激落地，及疫苗的大规模推广等，让美国经济具备了更快释放增长动能的能力。伴随美国经济复苏，油价等的上涨可能使美国 CPI 同比在二季度前后升至 2%。回溯历史，美国经济景气改善及 CPI 同比高于 2%阶段，10 年美债均上行至 2%以上；参照 2013 年政策退出经验，美联储转向越早，10 年美债破 2%速度或越快（详细分析参见《10Y 美债利率走势研判》）。

图16：美国库存增速止跌反弹，库存领先指标大幅抬升



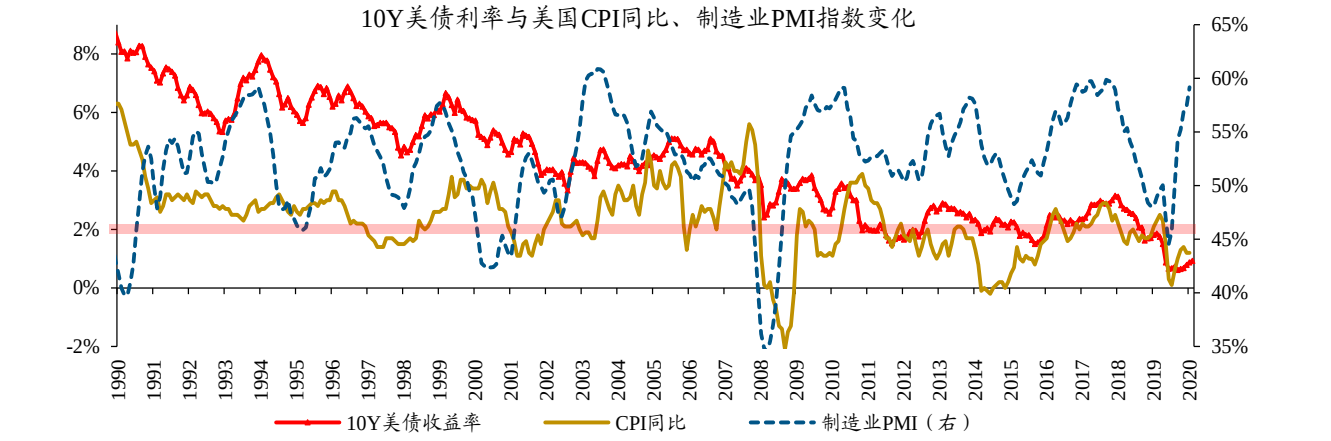
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：美国有望在年中前后接近全民免疫目标



数据来源：各大疫苗生厂商、开源证券研究所

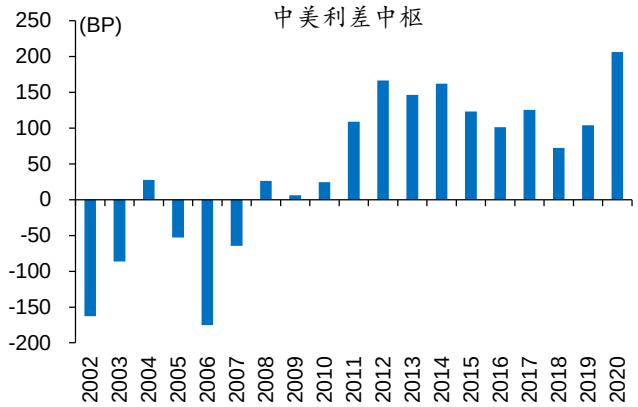
图18：美国经济景气改善及 CPI 同比高于 2%阶段，10Y 美债利率均上行至 2%以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

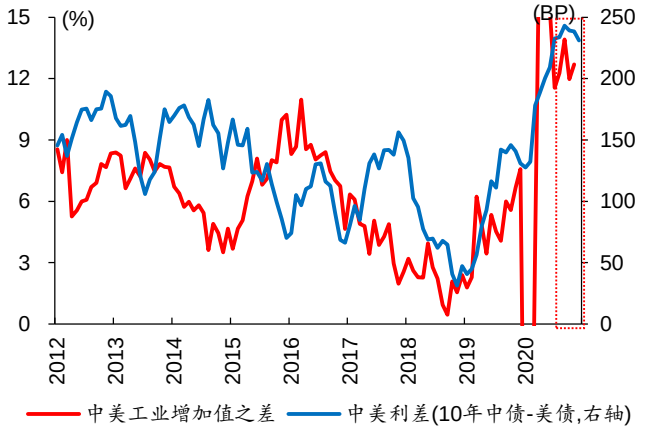
伴随中美经济表现逐步收敛，中美利差回归中枢的动能较强，我们预计可能从目前 200BP 附近回落至 100BP 左右。2012 年以来，中美利差中枢明显下移，由 2012 年年均近 170BP 下降至 2018 年的约 70BP，2019 年中枢回升至近五年均值的 100BP 左右。疫情影响下，中美经济错位，推动 2020 年中美利差中枢大幅抬升至 200BP 以上；随着中美经济逐步收敛，中美利差收窄趋势仍将延续。

图19：2012 年以来中美利差逐步下移，2020 年明显走阔



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：随着中美经济收敛，中美利差开始收窄

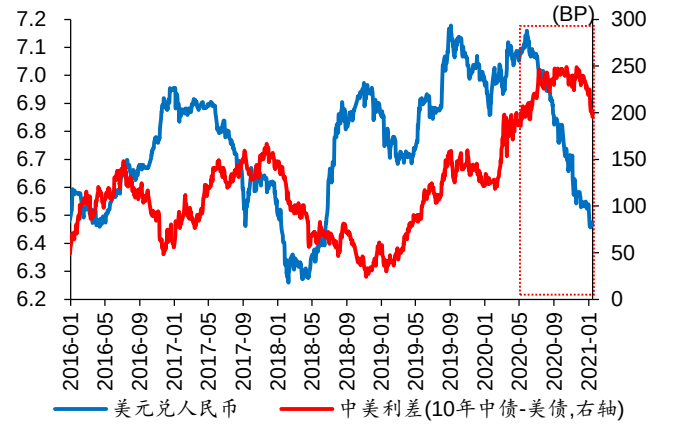


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 三问：中美利差趋势收敛带来的影响

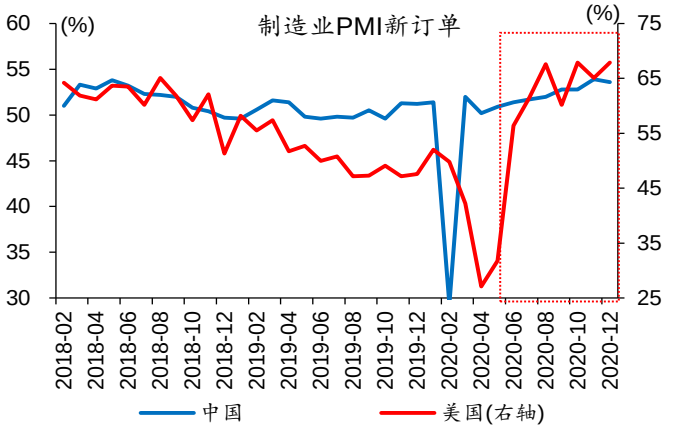
2020 年，中美利差创新高，与人民币兑美元汇率大幅升值，都是疫情影响下，中美经济错位的结果。中美利差、人民币兑美元汇率走势变化，主要受中、美经济相对强弱程度影响。2020 年，中美利差大幅走阔，年底创历史新高；年中开始，人民币对美元汇率持续、大幅升值，归根结底均与中国率先从疫情走出、经济修复较快有关。经济错位下，货币政策退出节奏和力度差异，也对中美利差、汇率产生一定影响。

图21：2020 年，中美利差创新高、人民币汇率大幅升值



数据来源：Wind、开源证券研究所

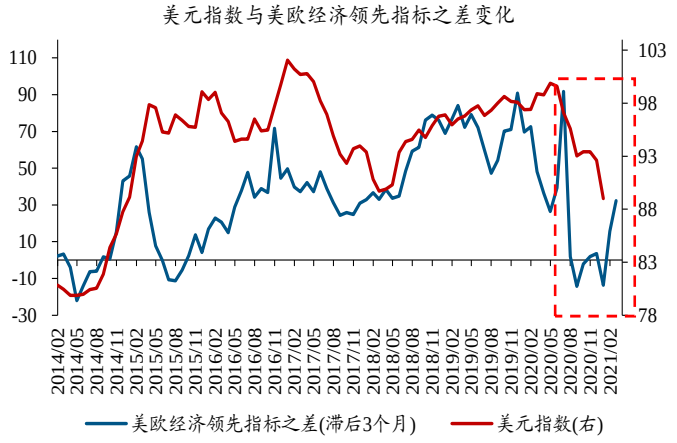
图22：疫情影响下，中美经济一度明显错位



数据来源：Wind、开源证券研究所

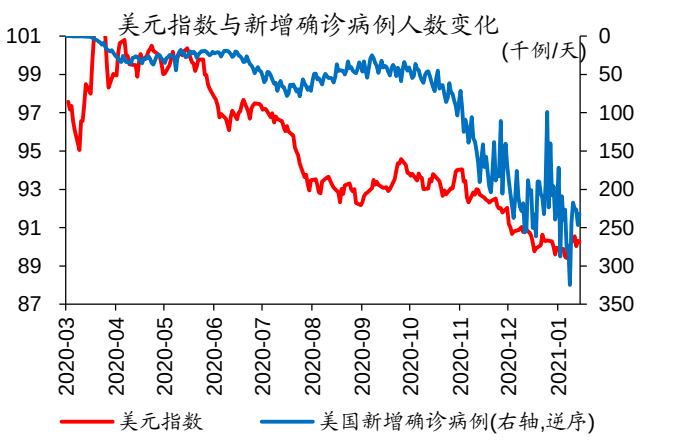
“后疫情”时代，继续看空美元存在逻辑缺陷，人民币被动走强的动力将明显减弱。短周期来看，美欧经济偏离程度对美元指数走势影响最大；前期美元走弱，与美国疫情总体控制差于欧洲、持续拖累经济预期有关。展望未来，随着美国有望在疫苗支持下、更早控制住疫情，以及更强的财政刺激力度带来更大的复苏弹性空间、刺激政策退出时点可能更早，美国经济复苏或强于欧洲，美元指数中短期或已见底。

图23：2020 年 9 月来，美欧经济领先指标之差止跌反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

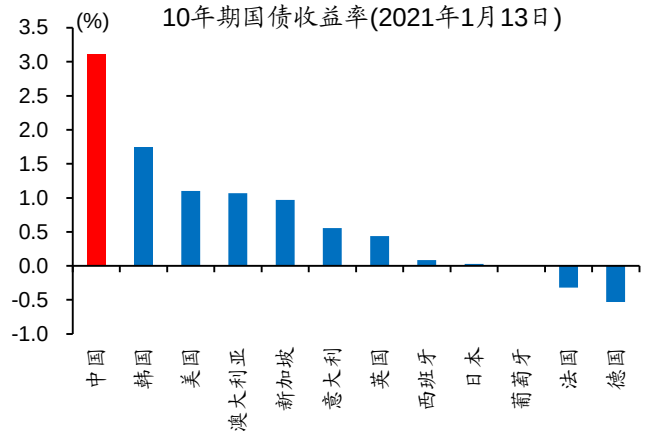
图24：随着疫情形势改善，美元指数中短期或已见底



数据来源：Wind、开源证券研究所

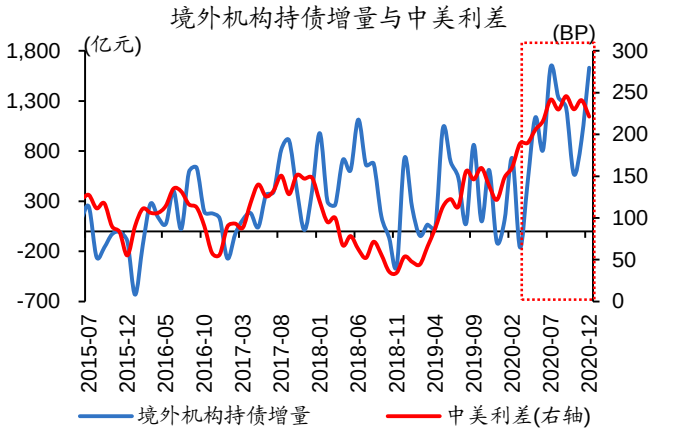
人民币资产的比价优势依然非常显著，但中美利差逐步收窄过程中，外资流入的动能或有所减弱。全球主要经济体中，中国国债收益率水平，明显高于同期限的美、德、日债券。历史经验显示，中美利差水平较高时，中国国债等人民币资产的性价比较高，吸引外资大幅流入；中美利差大幅收窄后，外资流入动能减弱、甚至出现净流出。跨境资金的流动，会对人民币汇率产生一定影响，例如，2020 年中美利差大幅抬升下，外资持续、大幅流入中国债市，进一步强化了人民币升值逻辑。

图25：与发达经济体相比，中国债券收益率水平较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

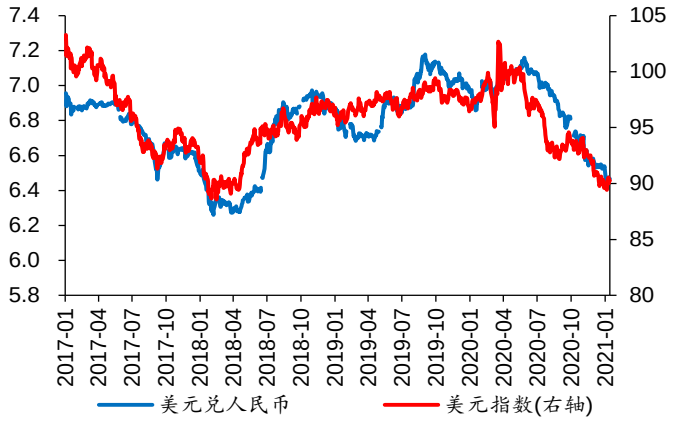
图26：中美利差较高背景下，外资持续、大幅增持中债



数据来源：Wind、开源证券研究所

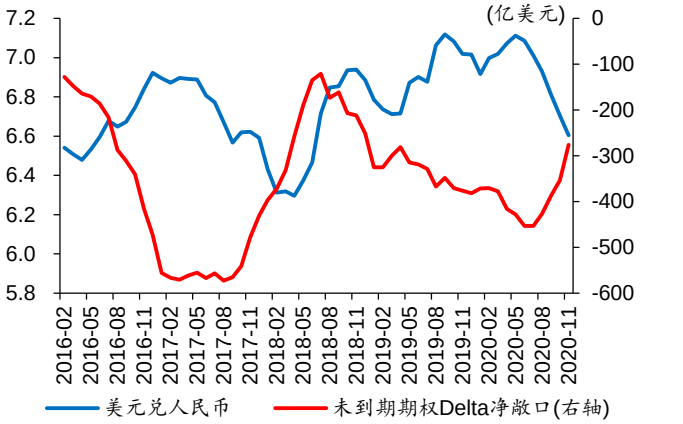
综合中美经济、中美利差、资金流动等形势演绎，及政策最新表态等因素，我们认为，人民币升值或已接近尾声。中美经济收敛过程中，人民币兑美元走强动能或逐步减弱；同时，美国经济先于欧洲修复下，美元指数或将逐步走强，使得人民币兑美元汇率升值接近尾声。此外，中美利差收窄、外资流入放缓等，也有助于缓解人民币升值压力。在外汇供求市场化不断完善的背景下，未来人民币汇率双双波动或加大，引导企业树立“财务中性”理念重要性凸显，规避汇兑风险成企业重要议题。

图27：美元兑人民币汇率与美元指数走势高度正相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：汇率趋于贬值时，结售汇美元净敞口扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 研究结论

（1）随着中债收益率下行、美债收益率上行，中美利差从前期大幅走阔转向收窄。2020 年 11 月中旬以来，以中美 10 年期国债收益率之差表示的中美利差，由前期持续大幅走阔转向收窄，从 11 月中旬历史最高点的 249BP 收窄超 50BP 至 1 月 14 日的 196BP。中美利差收窄是中债下行、美债上行的结果，10 年中债收益率从高点 3.35%下行至 1 月 14 日的 3.11%，而 10 年期美债上行近 30BP 至 1.15%。

（2）从 2020 年 2 月中旬以来，中美利差从走阔到收窄，本质上反映了疫情影

响下，中美经济从错位到收敛的过程。中美利差，归根结底取决于中美经济形势差异。疫情影响下，一季度，中国经济显著负增长、美国经济小幅正增长，中美利差出现全年低点；二、三季度，中国率先走出疫情、美国疫情恶化下，中美经济差异扩大、中美利差持续走阔；四季度，随着美国经济加速修复，中美利差转向收窄。

（3）伴随中美经济表现逐步收敛，中美利差回归中枢的动能较强，我们预计可能从目前 200BP 附近回落至 100BP 左右。2012 年以来，中美利差中枢水平在 130BP 左右、波动区间缓步下移。“后疫情”时代，中美经济逐步收敛过程中，中美利差回归中枢的动能较强；综合考虑中美经济驱动逻辑的不同，我们认为，中美利差收窄大势所趋、幅度或被显著低估，2021 年中美利差最低或收窄至 100BP 左右。

（4）中美利差的收窄，或以美债收益率的显著上行、中债收益率下行共同推动。随着疫苗大规模接种、前期刺激政策效果滞后显现等，美国库存周期启动将会非常强，通胀上升较快，我们推测，2021 年 10 年美债或上行至 2%左右。同时，中国政策“退潮”较早、决心更强，信用“收缩”已经开启；“宽货币”对冲“紧信用”下，中债下行趋势确定性较强，2021 年 10 年中债收益率低点或回到 3%以下。

（5）中美利差逐步收窄过程中，海外资金流入动能或有所减弱，有助于缓解人民币升值压力。历史经验显示，中美利差水平等因素，会影响人民币资产的相对性价比；中美利差水平较高时，外资往往加快流向人民币资产，进而对人民币汇率产生一定影响。例如，2020 年中美利差大幅抬升下，外资持续、大幅流入中国债市。

（6）综合中美经济、中美利差、资金流动等形势演绎，及政策最新表态等因素，我们认为，人民币升值或已接近尾声。2020 年，中美利差创新高，与人民币兑美元汇率大幅升值，都是疫情影响下，中美经济错位的结果。2021 年，中美经济将逐步收敛，中美利差大幅收窄、资金流入动能减弱，而美元指数或逐步走强。我们预计，人民币兑美元汇率升值或已接近尾声，未来将在市场机制下加大双向波动。

5、 风险提示

疫情反复，债务风险加速暴露。

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R2（中低风险），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C2、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C2、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

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	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	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，属于机密材料，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16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