



油价推高输入性通胀，东盟市场内外承压

—— 东盟双周报（5月11日-5月24日）

2026年05月25日

核心观点

- 双周要闻及核心观点：**当前在高油价、美元走强、全球需求疲软的外部环境下，东盟各国经济走势分化，同时AI半导体需求强劲，对区域出口形成强有力的拉动。（1）马来西亚26Q1GDP同比+5.4%，增长主要由服务业、制造业两大行业拉动；季调后环比微降0.01%，需求端内外同步走弱。4月出口同比大增36.9%，依托AI与汽车电子订单拉动，电子电气出口大涨46.4%，占总出口比重近一半，成为出口第一支柱，成品油出口增超70%，贸易顺差大幅扩容，但中间品、资本品进口分别下滑18.8%、20.7%；此外4月CPI升至1.9%，全年通胀温和，但经济外热内冷、韧性与下行风险并存。（2）泰国26Q1GDP同比+2.8%，环比+0.7%，固定资本投资同比增速高达9.9%，消费投资出口全面回暖，但国际油价维持高位或拖累经济复苏节奏。（3）新加坡4月非石油出口NODX同比增速达24.5%，整体呈现电子科技驱动、外需多点回暖的高景气格局。其中，电子产品出口大涨66.7%，受益于AI半导体需求旺盛，集成电路、磁盘介质出口分别同比攀升82.7%、148.9%，对美国（+59.6%）、中国（+37.8%）、韩国（+71.2%）出口全面高增，仅对印尼出口大幅下滑60.8%。（4）印尼央行时隔两年加息50个基点至5.25%，并对关键大宗商品出口实施集中管控，旨在应对中东地缘冲突、国际油价上涨带来的输入性通胀压力、稳定印尼卢比汇率、改善国际收支。印尼卢比遭剧烈贬值，年内跌幅达6%，今年迄今股市跌幅达29%，我们认为印尼央行后续仍有加息空间。当前印尼10年期国债收益率较10年期美债利差显著低于过去十年均值，叠加6-7月主权评级审议不确定性、被动资金流出等压力，外资情绪偏谨慎，短期权益市场仍承压。**整体来看，东南亚普遍面临输入性通胀压力，区域经济高度依托出口拉动，内部消费动力不足，油价震荡、地缘争端及美联储货币政策变动，均是影响经济走势的主要风险因素。**
- 权益：**东盟内部明显分化，印尼疲弱泰新走强。整体来看，东盟指数双周（5月11日至5月22日）下跌1.61%，但各经济体走势差异显著。印尼雅加达综合指数遭遇重挫，双周跌幅11.58%，区域内表现最为疲弱；马来西亚、越南也同步走弱，分别下跌2.02%和2.00%。而新加坡、泰国市场则录得上涨，新加坡海峡时报指数上涨2.97%，泰国SET指数双周上涨2.55%，表现稳健；菲律宾指数近乎持平，仅微涨0.01%。整体来看，印尼市场的大幅回调拖累了区域整体表现，资金明显向基本面更稳健的新加坡、泰国市场倾斜。
- 汇率：**受美元走强影响，东盟货币普遍承压。本期美国通胀走强、美债收益率上行，强美元和套息交易仍主导汇率表现，美元对绝大多数亚洲货币都在升值，仅对人民币小幅贬值。东盟货币中，美元兑印尼卢比（+1.97%）、菲律宾比索（+1.52%）、泰铢（+1.31%）涨幅居前，兑马来西亚林吉特（+1.14%）与新加坡元（+0.78%）涨幅温和，越南盾走势平稳，兑越南盾几乎持平（+0.09%）。
- 债券：**货币政策明显分化，印尼超预期加息。从政策利率来看，印尼时隔两年超预期首次加息50个基点，基准利率升至5.25%，马来西亚（2.75%）、菲律宾（4.5%）、泰国（1%）5月政策利率决议维持不变，越南维持政策利

分析师

黄林

☎：010-80927627

✉：huanglin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524070004

郑媛

☎：010-80927618

✉：zhengyuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060003

相关报告

率（4.5%）长期按兵不动。东南亚六国长端收益率上行。本期东盟国家 10 年期国债收益率普遍上行，但内部强弱分化显著。菲律宾（+49BP，收 7.72%）、泰国（+22BP，收 2.38%），受外部美元走强影响，收益率上行幅度明显高于区域平均；印尼（+4BP，收 6.74%）、马来西亚（+6BP，收 3.61%），收益率小幅抬升，整体走势相对平稳；新加坡（+4BP，收 2.12%）、越南（+1BP，收 4.38%），收益率波动小，展现较强的韧性。

- **商品：能源领涨，农产品回调，工业金属分化。**本期能源类：NYMEX 天然气双周上涨 6.22%，月初以来累计上涨 5.91%，年初以来累计下跌 21.29%。农产品：原棕榈油价格双周下跌 1.72%，月初以来累计下跌 2.22%，年初仍累计上涨 10.13%。天然橡胶价格双周下跌 0.74%，月初以来累计上涨 2.19%，年初以来累计上涨 14.76%。工业金属：镍价格双周下跌 1.60%，月初以来累计下跌 3.70%，年初仍累计上涨 7.80%。LME 锡价格双周微跌 0.02%，月初以来累计上涨 8.78%，年初累计上涨 31.78%。LME 铝价格双周上涨 4.09%，月初以来累计上涨 5.12%，年初累计上涨 24.87%。
- **投资观点：**当前宏观环境下，高油价、高通胀仍压制市场整体估值。我们看好受益于全球科技周期且资金面改善的马来西亚市场、受益于强劲内需和外资流入的越南市场以及具有稳健银行体系，防御属性较强的新加坡市场。配置方向上，建议重点关注：一是上游大宗商品板块，原油、棕榈油价格高位运行，马来西亚棕榈油、印尼油气资源企业具有盈利与估值双重支撑。二是化工石化板块，中东产能意外减产致使供给缩减，乙烯等品类成本传导能力强，盈利表现稳健。三是高股息防御金融板块，优选新加坡优质银行及财富管理类金融企业，现金流充裕，避险配置价值较高。四是刚需消费板块，印尼烟草、必选消费品拥有定价优势，叠加政策扶持，业绩增长确定性高。
- **风险提示：**地缘政治扩大的风险，汇率波动的风险，输入型通胀导致成本上升的风险，经济增长不及预期的风险。

目录

Catalog

一、 要闻回顾及数据解读 4

 (一) 马来西亚：外强内弱格局强化，通胀温和上行4

 (二) 泰国：消费、投资、出口三大动力齐增，高油价隐忧仍在.....7

 (三) 新加坡：全球 AI 科技大周期驱动，外需多点回暖7

 (四) 印尼：股汇双杀，超预期加息 50 个基点应对通胀8

二、 权益：东盟明显分化，印尼大跌泰新走强 11

三、 汇率：美元走强，东盟货币普遍承压 13

四、 债券：10 年国债收益率上行，货币政策分化 15

五、 商品：能源领涨，农产品回调，工业金属分化 17

六、 投资观点 20

七、 全球财经日历 21

八、 风险提示 22

一、要闻回顾及数据解读

当前在高油价、美元走强、全球需求疲软的外部环境下，东盟各国经济走势分化，同时 AI 半导体需求强劲，对区域出口形成强有力的拉动。

马来西亚 26Q1GDP 同比+5.4%，增长主要由服务业、制造业两大行业拉动；季调后环比微降 0.01%，需求端内外同步走弱。4 月出口同比大增 36.9%，电子电气出口大涨 46.4%，占总出口比重近一半，成为出口第一支柱，主要依托 AI 与汽车电子订单拉动，成品油出口增超 70%，贸易顺差大幅扩容，但中间品、资本品进口分别下滑 18.8%、20.7%；此外 4 月 CPI 升至 1.9%，全年通胀温和，但经济外热内冷、韧性与下行风险并存。

泰国 26Q1GDP 同比+2.8%，环比+0.7%，固定资产投资同比增速高达 9.9%，消费投资出口全面回暖，但国际油价维持高位或拖累经济复苏节奏。

新加坡 4 月非石油出口 NODX 同比增速达 24.5%，整体呈现电子科技驱动、外需多点回暖的高景气格局。其中，电子产品出口大涨 66.7%，受益于 AI 半导体需求旺盛，集成电路、磁盘介质出口分别大涨 82.7%、148.9%，对美国（+59.6%）、中国（+37.8%）、韩国（+71.2%）出口全面高增，仅对印尼出口大幅下滑 60.8%。

印尼央行时隔两年加息 50 个基点至 5.25%，并对关键大宗商品出口实施集中管控，旨在应对中东地缘冲突、国际油价上涨带来的输入性通胀压力、稳定印尼卢比汇率、改善国际收支。当前印尼卢比遭剧烈贬值，年内跌幅达 6%，股市跌幅达 29%，我们认为印尼央行后续仍有加息空间。当前印尼 10 年期国债收益率 6.8%，与 10 年期美债利差仅 220 个基点，显著低于过去十年 400 个基点的均值，叠加 6-7 月主权评级审议不确定性，被动资金流出等压力，外资情绪偏谨慎。虽上市企业盈利改善、估值处于低位，但短期权益市场仍承压。

整体来看，东南亚普遍面临输入性通胀压力，区域经济高度依托出口拉动，内部消费动力不足，油价震荡、地缘争端及美联储货币政策变动，均是影响经济走势的主要风险因素。

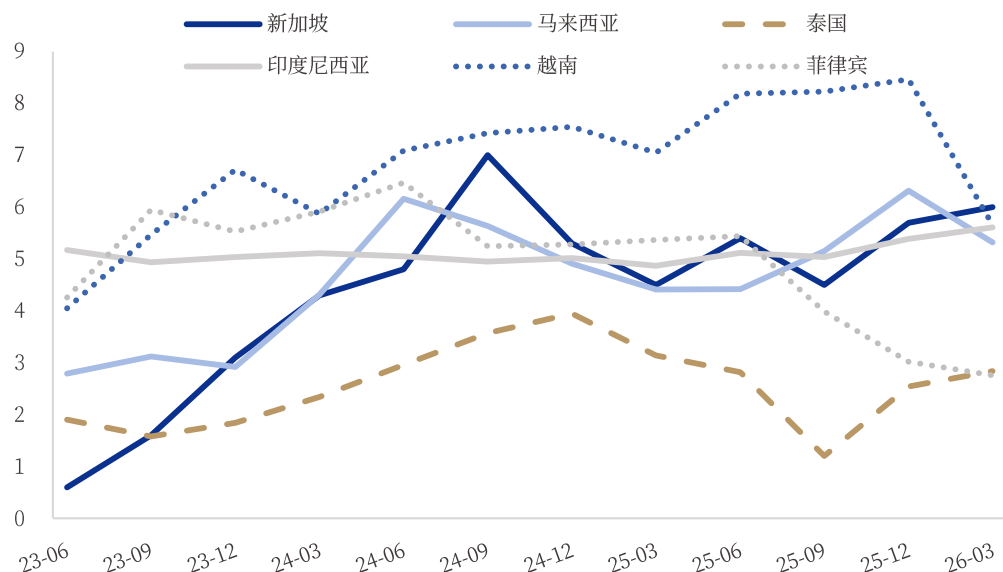
（一）马来西亚：外强内弱格局强化，通胀温和上行

一季度 GDP 同比维持正增长，但产业与需求端均出现增速回落。马来西亚 26Q1GDP 同比+5.4%（25Q4 为 6.3%），略高于统计局前期预估值，增长主要由服务业、制造业两大行业拉动；季调后环比微降 0.01%，相较 2025 年四季度，各产业、三大需求端增速普遍回落。

供应端产业景气分化，服务业、制造业保持稳健正增长。26Q1 服务业同比+5.6%（25Q4 为 6.2%），季调环比增 0.5%，增速明显放缓。制造业同比+5.9%（25Q4 为 6.0%），小幅放缓，季调环比仅增 0.6%。采矿采石业景气度大幅走弱，同比萎缩 2.1%，季调环比大跌 5.3%，主要是因为原油、天然气产量双双收缩，能源开采主业持续下行。建筑业、农业增速明显降温。农业同比增速腰斩至 2.6%，季调环比收缩 1.4%，增长显著降温，主要依靠油棕、畜牧产业托底，但油棕增速大幅回落。建筑业同比增速由 10.9%降至 7.7%，季调环比转跌 1.9%。

需求端内外同步走弱，经济下行压力逐步凸显。从需求端来看，26Q1 私人消费、固定资本形成、进出口增速同步放缓，私营部门增速高于公共部门。（1）消费端：私人消费保持韧性，季调环比增长 0.6%，私人消费主要由食品饮料、住房水电、交通、餐饮酒店等品类支撑，稳健的劳动力市场与定向补贴政策有效对冲燃料成本上涨的压力，但私人、政府消费同步放缓。（2）投资端：固定资本形成（GFCF）增速回落，实体投资扩张节奏放缓。（3）从外贸端来看：26Q1 货物与服务出口同比+5.2%，主要是半导体（尤其是人工智能相关领域）需求的持续强劲，电子电气（E&E）产品需求旺盛，但出口增速小幅回落，进口增速大幅下滑，内外需同步走弱。尽管 GDP 增长呈现“同比强、环比弱”的分化态势，且下行风险有所抬头，但政策稳定与定向补贴对内需的支撑作用显著。

图1：东盟主要国家季度 GDP 同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

经常账户顺差同比+9.5%，旅游复苏提供支撑。一季度马来西亚经常账户顺差增至 152 亿林吉特，同比+9.5%，顺差率达 3.0%，主要得益于货物贸易顺差扩大与服务贸易账户改善。货物贸易受益于年初全球需求支撑，服务贸易则依托游客人数回升，带动交运服务赤字收窄。国际收支顺差同步飙升至 164 亿林吉特，远超上一季度的 12 亿林吉特。展望全年，旅游收入持续复苏将为经常账户顺差提供有力支撑，预计全年顺差率为 1.7%。¹

4 月出口大幅提速，制成品强势拉动。2026 年 4 月马来西亚总贸易同比+28.6%，出口同比大涨 36.9%、进口同比+20.0%，贸易顺差达 287.5 亿林吉特；1-4 月累计贸易额 1.13 万亿林吉特，同比+15.3%，顺差同比近乎翻倍。²从出口来看，4 月出口同比飙升至 36.9%，创下近四年新高，电子电气、成品油、机械设备及零部件出货全面走强。制成品占总出口 88.7%、同比+40.1%，其中电子电气（E&E）出口同比+46.4%，占总出口 48.2%，是第一大支柱；成品油出口大增 70.2%，矿产品涨 25.6%，农产品仅温和增长 5.2%。新加坡（同比+23.2%）、美国（同比+39.0%）、中国（同比+86.0%）为前三大出口市场，区域外需景气度高。此外，4 月转口贸易同比飙升 113.5%，成为出口重要增量来源。

图2：马来西亚进出口顺同比增速（%）

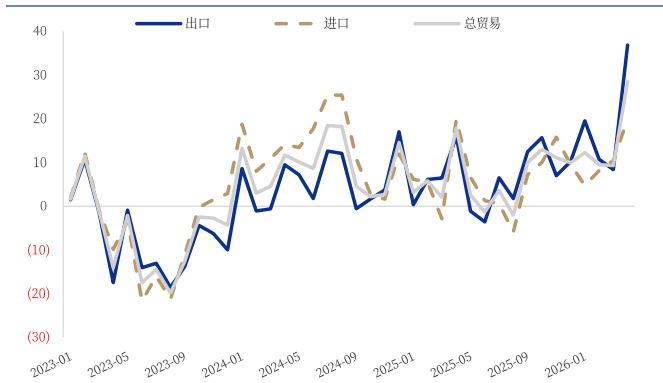
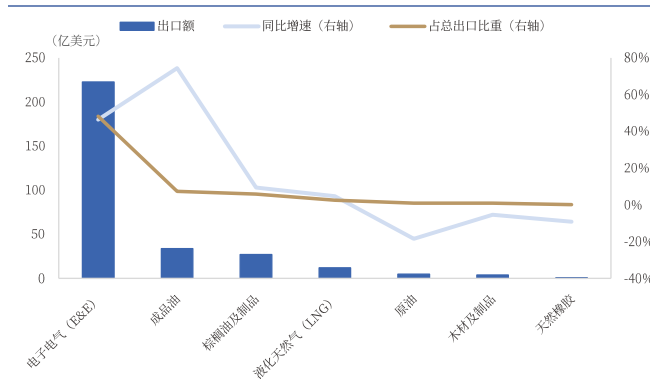


图3：2026 年 4 月马来西亚分行业出口情况



1 Momentum to ease despite resilient demand, Mas Aida CHE MANSOR, May 15, 2026

2 E&E strength masks growing risks, Mas Aida CHE MANSOR, May 20, 2026

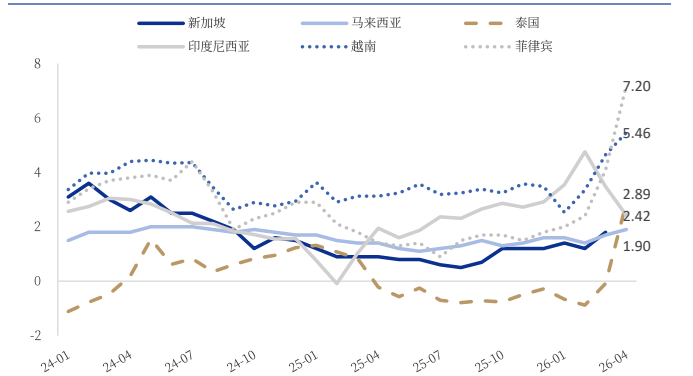
资料来源: DEPARTMENT OF STATISTICS MALAYSIA (DOSM), 中国银河证券研究院

资料来源: DEPARTMENT OF STATISTICS MALAYSIA (DOSM), 中国银河证券研究院

进口整体增长结构分化，内需与企业投资偏弱。4月进口同比+20%，增量主要来自电子电气、石油制品及出口产业所需中间原料，消费品仅增5.6%，中间品同比-18.8%、资本品同比-20.7%，大幅走弱，国内企业扩产与生产配套需求不足。我们认为受电子电气出口产业链景气、石油类进口需求抬升支撑，上半年进口增速仍有望保持高位。

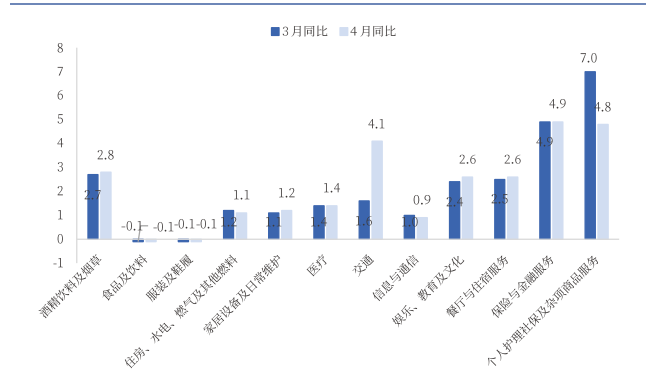
4月马来CPI攀升至1.9%，全年通胀温和上行、无急涨风险。马来西亚4月CPI同比攀升至1.9%，创2024年10月以来新高，核心CPI同比亦升至2.0%。通胀受交通成本持续走高、服务类通胀韧性走强带动。我们认为年内通胀整体温和可控，但交通、服务两大分项共振，后续物价压力将渐进抬升。下行支撑在于政府持续落地燃油定向补贴、现金转移、食品保价等民生举措，短期可平抑生活成本、压制通胀过快上行；上行风险则来自财政承压下燃油补贴优化提速、中东地缘冲突推升能源与工业品成本，不过林吉特汇率走强可一定程度对冲进口输入性通胀。综合权衡下，我们预计2026年全年CPI同比增长2.5%，整体通胀走势以温和渐进上行为主，而非短期急剧冲高。³

图4: 东盟主要国家CPI同比增速(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 马来西亚分行业CPI同比增速(%)



资料来源: DEPARTMENT OF STATISTICS MALAYSIA (DOSM), CEIC, Wind, 中国银河证券研究院

交通成本成通胀核心推手。交通通胀同比由3月的1.6%飙升至4月的4.1%，主要源于运输服务及物流运营成本走高。在国际油价波动、国内燃油补贴逐步优化的背景下，燃料与物流成本抬升仍加剧输入性通胀，后续仍将持续压制全年CPI走势。

食品饮料、公用事业涨幅温和，政策补贴有效平抑民生基础物价。食品分项同比涨1.2%，其中外出就餐通胀升至2.6%，创下年内新高。公用事业价格走势保持平稳，4月同比+1.1%、环比微降0.1%，较3月小幅降温。砂拉越政府再推出一轮生活纾困措施，除了调高2026年基本需求援助金(SKAS)，也宣布从今年4月至12月，为住宅用户提供25%电费折扣，叠加行政定价与民生补贴托底，有效对冲公用事业端的涨价压力。

服务类通胀保持刚性韧性。服务业通胀整体依旧坚挺，餐饮住宿通胀同比升至2.6%，保险及金融服务维持4.9%高位；仅个人护理、社保及杂项服务通胀由3月7.8%回落至4月的4.8%，主要受珠宝钟表、个人护理用品价格回落影响。服务通胀高企，既反映内需需求韧性较强，也表明企业经营成本正向终端消费逐步传导。

增长韧性与下行风险交织，支撑因素对冲压力。我们预计马来西亚2026年GDP同比+4.8%，26Q2经济增长势头预计仍将保持韧性，核心支撑包括电子电气产品（尤其是人工智能相关半导体）出口持续强劲，以及石油、大宗商品高价，短期内对出口总值和贸易顺差仍有支撑；同时，隔夜政策利率(OPR)稳定在2.75%，配合定向补贴，将继续缓冲内需疲软、抵御成本上涨的冲击。我们也仍需注意到下半年下行风险逐步增强：通胀上升与运输物流成本增加可能抑制私人消费，财政向补贴及经营性支出倾斜或制约投资增长，全球贸易走弱与地缘政治紧张也可能拖累出口。综合来看，

3 CPI to remain contained but trend higher, Mas Aida CHE MANSOR, May 19, 2026

支撑因素与风险相互对冲，全年经济增长预期约 4.8%，受电子电气出口产业链景气、石油类进口需求抬升支撑，上半年出口增速仍有望保持高位，**电子电气带动出口强劲，但外贸结构单一且内需疲软累积风险。**

（二）泰国：消费、投资、出口三大动力齐增，高油价隐忧仍在

消费、投资、出口三大动力齐增，经济短期表现强势。泰国国家经济和社会发展委员会(NESDC)发布数据，泰国一季度经济增速亮眼，26Q1 GDP 同比+2.8%，环比+0.7%，大幅超出彭博一致预期的同比+2.4%、环比+0.3%。NESDC 预计 2026 年泰国 GDP 增速将在 1.5%至 2.5%之间，中间值为 2.0%，平均通胀率为 2%至 3%，中间值为 2.5%。26Q1 “三驾马车”均实现增长：国内需求同比+4.9%，主要得益于私人消费同比+3.2%，政府消费同比+3.4%；固定资本形成总额（GFCF）同比+9.9%，创下自 2015 年以来 44 个季度的最高增速，主要得益于私人投资同比+10.1%，公共投资同比+9.4%。外贸端表现分化，整体外贸仍呈贸易逆差格局，其中货物和服务进口同比攀升 21.1%，主要得益于商品进口同比大增 25.4%，服务进口同比+5.2%，货物和服务出口同比激增 12.6%，主要得益于商品出口同比+15.5%。拆解增长动因可见，本轮经济增长依靠能源涨价、地缘冲突带来的短期需求拉动：居民消费增长集中在交通出行、能源用气领域，日常衣食消费走弱；投资端冷热不均，工业设备、汽车相关投资向好，但地产、工商业建筑类投资增速持续回落；外贸高景气依托地缘局势带来短期备货热潮，内生增长动力不足。

高油价压制仍在，基本面与政策支撑上调泰国全年 GDP 增速至 1.9%。我们认为美伊地缘冲突逐步发酵，高油价与地缘风险带来的负面影响将在二季度后集中释放，经济下行压力加大。二季度至下半年才是泰国经济承压的关键阶段，我们预计国际原油 100 美元/桶的高位价格格局至少延续至今年 8 月。原油是泰国核心进口品类，约占 GDP 总量的 7%，高油价不仅会推高进口成本，还将持续压制居民消费意愿，拖累整体经济复苏节奏。基于全年原油均价为 80 美元/桶的假设以及一季度超预期的经济基本面以及泰国政府 4000 亿泰铢贷款法令仍有不确定性，我们预计 2026 年泰国全年 GDP 同比增速有望达 1.9%。⁴

（三）新加坡：全球 AI 科技大周期驱动，外需多点回暖

电子科技驱动非石油出口强劲。新加坡 2026 年 4 月整体商品贸易同比+33.1%，总出口、总进口双双高增。外贸整体呈现电子科技驱动、外需多点回暖的高景气格局。非石油国内出口 NODX 同比增速从 3 月的 15.3%飙升至 4 月的 24.5%，电子产品出口继 3 月同比大增 73.9%后，4 月再度攀升 66.7%，其中集成电路（+82.7%）、磁盘介质（+148.9%）、个人电脑（+35.7%）等 AI 产业链相关产品需求爆发，成为核心增长引擎。非电子类由跌转升增长 10.9%，医药产品（+97.1%）、专用机械（+23.6%）、测量仪器（+60.5%）等高附加值品类出货量显著回升。受益于出口强势表现，新加坡 4 月贸易顺差从 3 月的 100 亿新元扩大至 138 亿新元，外需对经济的拉动效应明显增强。⁵

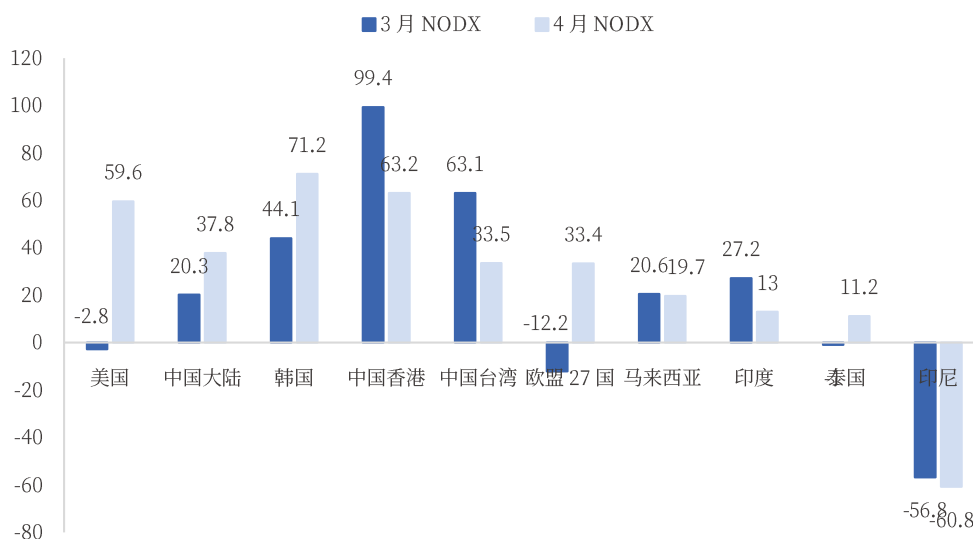
区域分化显著，美国、中国大陆、韩国成为出口高增主力，电子出口是核心引擎。分目的地来看，4 月新加坡对主要市场同比出口均呈现强劲增长，对美国（+59.6%）、中国大陆（+37.8%）、韩国（+71.2%）强劲增长，中国香港维持稳健增长；马来西亚、印度、泰国增速温和，仅对印尼（-60.8%）出口明显下滑，电子与非电子出口同步走弱。美国整体 NODX 从 3 月的-2.8%飙升至 4 月的 59.6%：医药（+739.1%）、磁盘介质（+648.1%）、测量仪器（+142.7%）贡献主要增量，低基数效应与高附加值产品的旺盛需求共同推动了增速跳升。中国大陆电子与非电子双轮驱动，工业设备需求强劲，其中专用机械（+58.1%）和集成电路（+69.6%）需求旺盛。韩国电子出口成为绝对主

⁴ US\$100/barrel crude is Thailand's real test, Gun HATHAISATTHA, May 18, 2026

⁵ Global tech cycle to lift electronics exports, Mohamed Afham ZULGHAFIR, Nazmi IDRUS, May 18, 2026

力，增速翻倍，具体而言，集成电路（+405.6%）、个人电脑（+118.9%）、专用机械（+23.0%）出口高增。

图6：新加坡前十大出口国家/地区 NODX 同比增速（%）



资料来源：Enterprise Singapore, 中国银河证券研究院

注：前十大市场根据各市场在 2025 年新加坡国内出口（NODX）中的占比确定

风险与对冲因素并存，上调全年出口预测。尽管出口短期表现亮眼，但外部风险仍不容忽视。中东地缘冲突升级可能导致企业补库趋于谨慎、贸易融资放缓，甚至引发电子产品抢出口现象的逆转；油价上涨推高生产成本、全球需求走弱与金融条件收紧，也将对外贸活动形成中长期压力。但多重积极因素将对冲风险影响，全球 AI 相关需求持续旺盛，新加坡经济发展局（EDB）持续加码半导体生态建设，在基础设施、人才培养、研发投入等方面的政策举措，将巩固高附加值制造产能，支撑长期出口竞争力。综合以上因素，我们认为 2026 年新加坡非石油国内出口同比增速有望达 5.0%，或超出官方预测上限。

（四）印尼：股汇双杀，超预期加息 50 个基点应对通胀

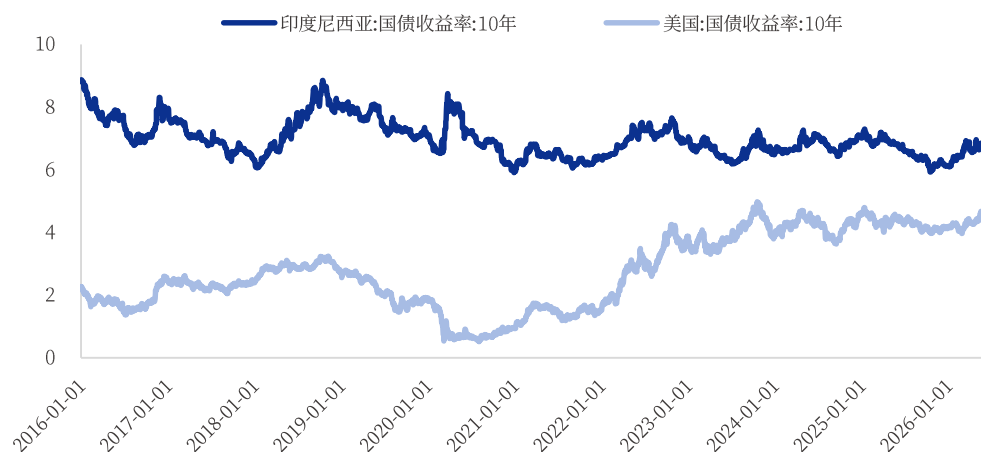
印尼超预期加息 50 基点维稳汇率，并对关键大宗商品出口实施集中管控。5 月 20 日印尼央行时隔两年首次加息 50 个基点，基准利率升至 5.25%，同步上调存贷款便利利率。同步配套多项组合措施：（1）强化货币政策落地效能，加大外汇干预，通过即期、远期市场平抑印尼卢比波动，上调市场化工利率吸引外资流入；（2）放宽宏观审慎规则，提升银行流动性与信贷投放能力，稳实体经济融资；（3）推进支付体系数字化，发展普惠金融；（4）6 月起收紧外汇管制：无真实贸易背景居民每月购汇限额降至 2.5 万美元，抑制投机性资本流动；（5）加强跨境金融合作与企业、银行外汇行为监管，防范资本外流风险。同期，尼总统普拉博沃打破惯例，首次在国会全体会议直接阐述国家宏观经济框架，宣布 2027 年经济增长目标为 5.8%–6.5%，通胀率控制在 1.5%–3.5%，印尼卢比兑美元汇率目标区间为 16800–17500，财政赤字目标为 GDP 的 1.8%–2.4%，并计划将贫困率降至 6.0%–6.5%。为遏制资源收益流失，自 6 月 1 日起由主权财富基金 Danantara 统一管控棕榈油、煤炭、铁合金等大宗商品出口销售，预计每年可挽回约 1,500 亿美元经济损失。

印尼卢比遭遇剧烈贬值，印尼央行和政府的应对力度不断升级，年内仍有再度加息空间。2026 年受中东冲突推高油价、全球债市抛售、美债收益率上行影响，亚洲多国货币集体承压创历史新低，印尼、印度、菲律宾成为受冲击最严重经济体，今年以来印尼卢比兑美元已贬值超 6%，印尼股市跌幅达 29%。此次加息是印尼自 2024 年 4 月降息周期开启后时隔两年首次加息，不仅超出市场维持利率不变的基准判断，也高于普遍预期的 25 个基点加息幅度，主要应对中东地缘冲突、国际油价上

涨带来的输入性通胀压力，同时稳定印尼卢比汇率、改善国际收支。回顾历史，过去十年印尼央行单次加息 50 基点仅出现六次，均对应卢比大幅贬值行情。此次印尼央行加息，正恰值印尼卢比剧烈下跌，5 月 20 日，印尼卢比兑美元为 1 美元兑 17,685 印尼卢比，再度刷新历史新低。我们认为此次超预期加息标志着印尼政策重心重新回归以汇率和物价稳定实现长期增长，有望逐步修复市场对卢比汇率稳定性的信心。尽管央行声明未释放明确前瞻指引、整体措辞偏中性，我们认为印尼央行鹰派基调大概率延续，年内仍有可能再加息 50 个基点，基准利率有望上行至 5.75%。⁶

多重不确定性压制外资情绪，汇率与债市仍存隐忧。印尼作为东南亚最大经济体，大宗商品贸易以美元结算，企业外债与进口支付高度依赖美元；外资持有较多印尼国债，印尼卢比易受美元波动与国际资本流动冲击。我们认为加息短期提振汇率效果有限，后续随着企业分红汇回落幕、MSCI 及富时指数被动资金流出逐步平息，印尼卢比短期压力有望边际缓释。但多重不确定性将持续压制外资配置意愿，（1）印尼主权财富基金 Danantara 全面接管包括棕榈油和煤炭在内的所有大宗商品出口业务，棕榈油、煤炭、钢铁 2025 年出口规模高达 770 亿美元，占印尼总出口的 28%，对外贸和财政影响较大；（2）6-7 月标普将开展印尼主权信用评级审议，若因财政赤字管控不及预期下调评级展望至负面，甚至调出投资级，将引发中长期跨境资金波动；（3）全球货币政策存在变数，受高通胀拖累，2027 年美联储或重启加息。当前印尼 10 年期国债收益率 6.8%，与 10 年期美债利差仅 220 个基点，显著低于过去十年 400 个基点的均值，利差保护不足仍制约卢比资产吸引力。

图7：印尼与美国 10 年期国债利差显著低于 10 年均值（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

26Q1 贸易顺差收窄将导致经常账户赤字扩大，拖累印尼股市。5 月 11 日至 5 月 22 日，印尼雅加达综合指数遭遇重挫，双周跌幅达 11.58%，主要是因为印尼作为能源出口国，短期受益油价上涨，但高油价显著加重燃油补贴财政压力，叠加被动资金流出预期，股市遭遇重挫。**从股票业绩表现来看，26Q1 印尼上市公司基本符合彭博一致预期。**26Q1 印尼市值前 200 家上市公司净利润同比增速从 25Q4 的 5% 增至 26Q1 的 13%，其中油气（-28%→+95%）、农业（-14%→+18%）、矿业（1%→21%）、可选消费零售（29%→32%）领涨。细分板块来看，银行板块稳健，必选消费（25Q4 现金补贴效应消退）、地产（宏观担忧抑制大额消费）、医疗净利润增速放缓。外部压力掩盖了企业盈利改善，多数个股估值已跌至十年低位。⁷

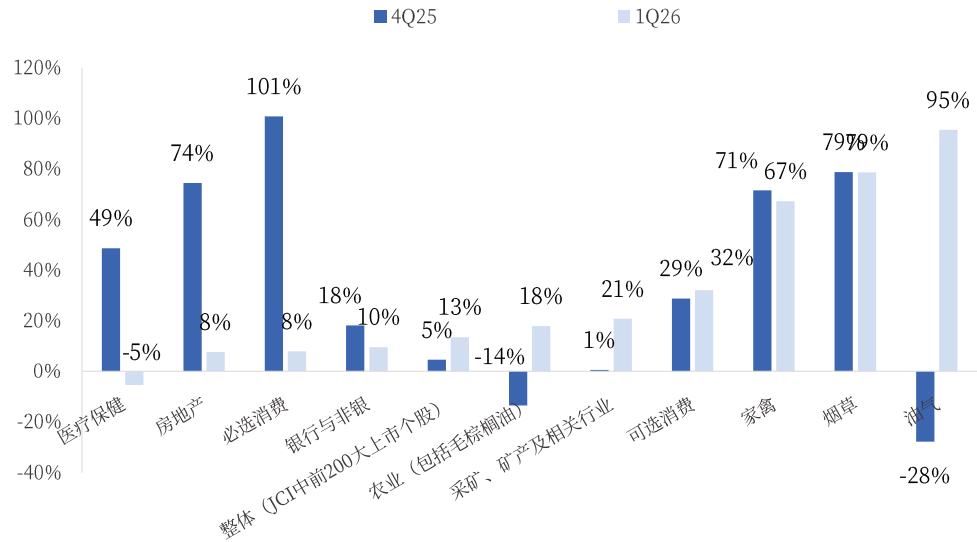
2026 年 5 月 13 日 MSCI 公布季度指数审议结果，对印尼股市实施只出不进调整，一次性从标准指数剔除 6 只（仅 AMRT 平移保留在小盘指数）、小盘股剔除 13 只。本轮 MSCI 调整是全亚太普遍现象，并非印尼特有，主要依据市值、自由流通股、流动性及股价表现等客观指标，本次调整将压低印尼在 MSCI 新兴市场指数权重，2026 年 5 月 29 日临近收盘时段或出现 18 亿美元资金流

⁶ BI may need to maintain hawkish bias, Wisnu TRIHATMOJO, May 20, 2026

⁷ 1Q26 results: more than about the numbers, Hadi SOEGIARTO, May 4, 2026

出。⁸我们认为高油价、印尼卢比季节性走弱、短期被动资金外流对股市仍有扰动，多数个股估值已跌至十年低位，考虑到企业盈利改善，基本面向上，预计投资者悲观情绪或在 5-6 月触顶，有望出现配置机会。

图8：印尼主要行业上市公司净利润同比增速情况



资料来源：彭博，中国银河证券研究院

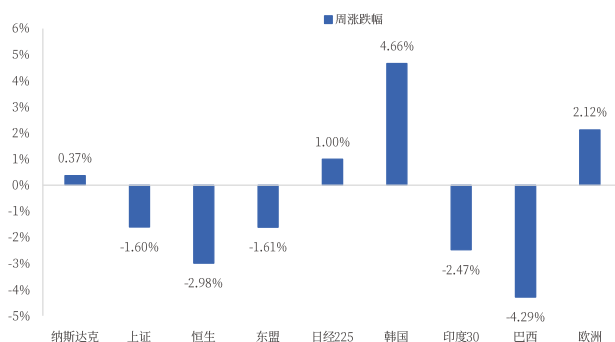
⁸ MSCI preview: no more negative surprises? , Hadi SOEGIARTO, May 11, 2026

二、权益：东盟明显分化，印尼大跌泰新走强

全球主要市场表现分化，发达市场整体偏强。5月11日至5月22日，全球主要市场呈现明显分化，发达市场整体偏强，部分新兴市场出现大幅回调。韩国综合指数以4.66%的双周涨幅领涨全球，延续了年初至今的强势行情；日经225指数同步上涨1.00%，保持稳健上行态势；纳斯达克指数小幅收涨0.37%，欧洲市场则录得2.12%的反弹，发达市场整体风险偏好相对平稳。相比之下，新兴市场表现明显偏弱：巴西股指双周大跌4.29%，印度30指数下跌2.47%；A股、港股也同步走弱，上证综指下跌1.60%，恒生指数大跌2.98%，市场情绪整体偏谨慎。

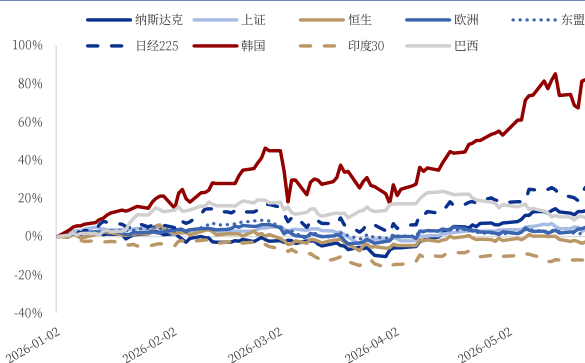
东盟市场内部表现极度分化，印尼大跌泰新走强。整体来看，东盟指数双周下跌1.61%，但各经济体走势差异显著：印尼雅加达综合指数遭遇重挫，双周下跌11.58%，区域内表现最为疲弱；马来西亚、越南也同步走弱，分别下跌2.02%和2.00%。而新加坡、泰国市场则录得上涨，新加坡海峡时报指数上涨2.97%，泰国SET指数双周上涨2.55%，表现稳健；菲律宾指数近乎持平，仅微涨0.01%。整体来看，印尼市场的大幅回调拖累了区域整体表现，资金明显向基本面更稳健的新加坡、泰国市场倾斜。

图9：全球主要国家/地区股指双周涨跌幅



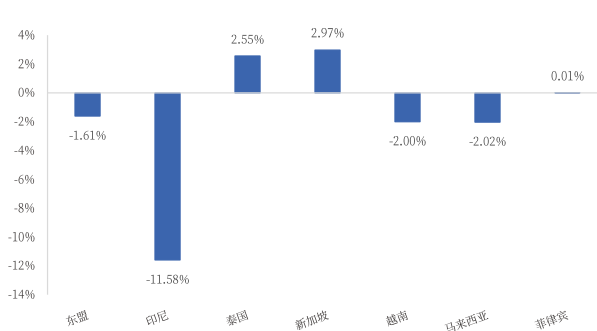
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图11：全球主要国家/地区股指年初以来涨跌幅



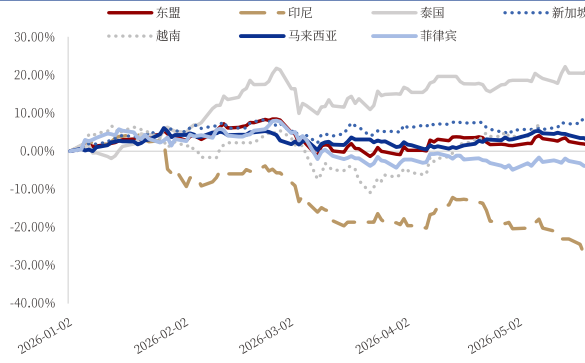
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：东南亚地区及主要国家估值双周涨跌幅



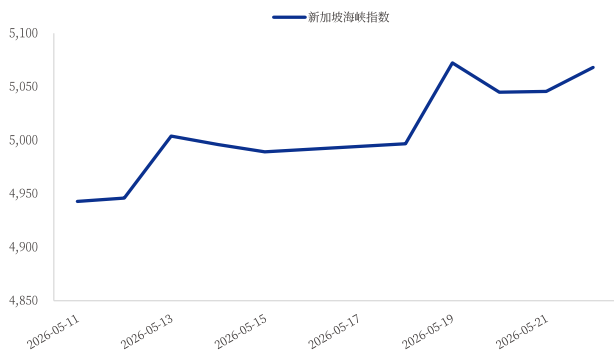
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：东南亚地区及主要国家股指年初以来涨跌幅



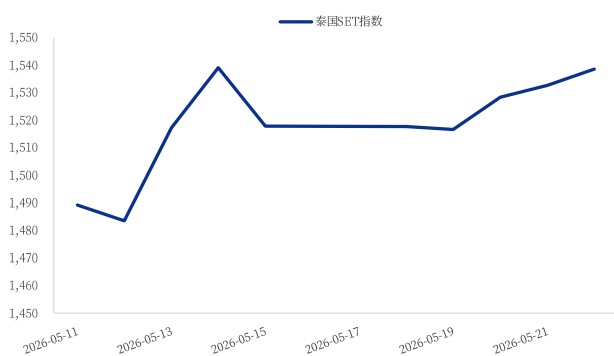
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图13：新加坡股指走势



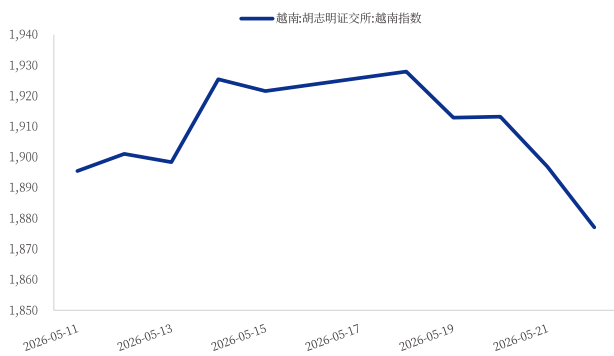
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图15：泰国股指走势



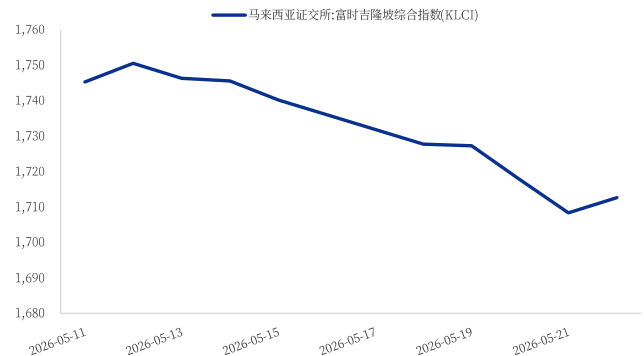
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图17：越南股指走势



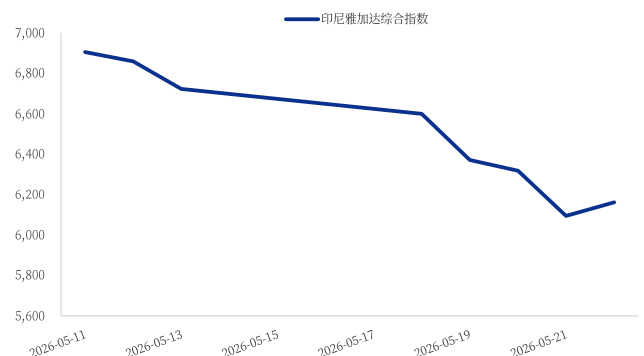
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图14：马来西亚股指走势



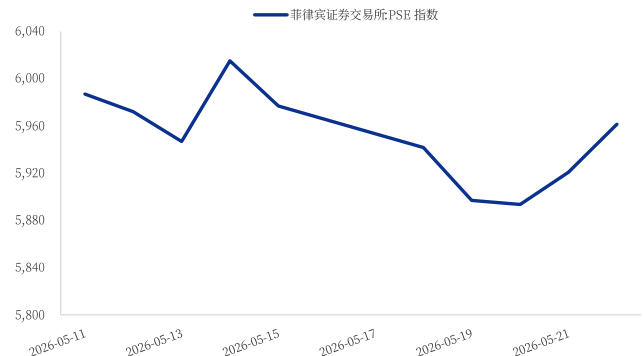
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图16：印尼股指走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图18：菲律宾股指走势



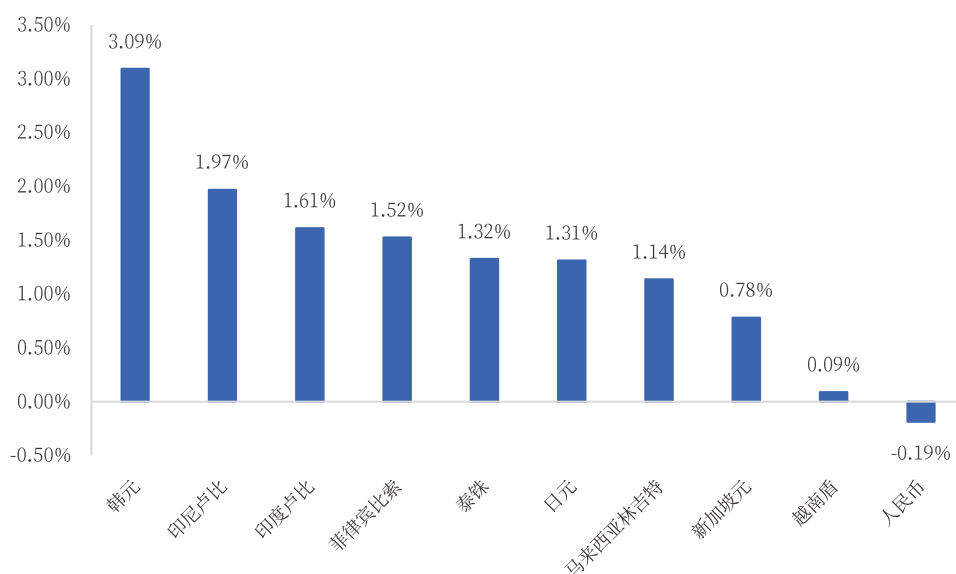
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、汇率：美元走强，东盟货币普遍承压

受美元走强影响，东盟货币普遍承压。5月11日至5月22日，美国通胀走强、美债收益率上行，强美元和套息交易仍主导汇率表现，美元对绝大多数亚洲货币都在升值，仅对人民币小幅贬值。东盟货币中，美元兑印尼卢比（+1.97%）、菲律宾比索（+1.52%）、泰铢（+1.31%）涨幅居前，兑马来西亚林吉特（+1.14%）与新加坡元（+0.78%）涨幅温和，越南盾走势异常平稳，兑越南盾几乎持平（+0.09%）。

具体来看，印尼卢比贬值压力最为突出，美元兑印尼卢比双周涨幅2.0%升至17,717，叠加同期印尼股市大跌11.6%，形成“股汇双杀”的弱势格局，核心源于国内基本面较弱，外资撤离引发的资本外流压力以及外部美元强势的多重冲击，而印尼央行的干预效果未能有效扭转贬值趋势。美元兑越南盾仅微涨0.1%，从25,118微升至25,134，近乎持平的走势背后，是越南央行严格的汇率管理、充足的外汇储备支撑以及经常账户顺差带来的稳定基础，长期直接投资为主的外资结构也减少了短期资本流动对汇率的冲击，使其成为本轮美元强势周期中东南亚最抗跌的货币。**整体来看，越南盾的强管制模式、新元和林吉特的均衡波动，与印尼卢比、泰铢、菲律宾比索的弱势形成鲜明对比，凸显了区域内不同经济体汇率弹性与抗冲击能力的差异，也反映出美元走强背景下，新兴市场货币普遍面临的资本外流与政策平衡压力。**

图19：美元兑亚太主要货币汇率变动趋势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：直接标价法，汇率降低表示该货币兑美元升值；以5.8为基准

图20：美元兑新加坡元走势

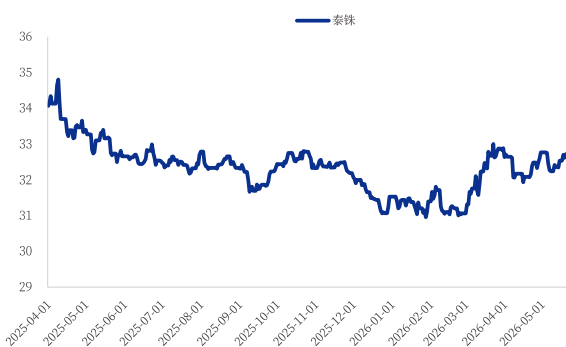


图21：美元兑马来西亚林吉特走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图22：美元兑泰铢走势



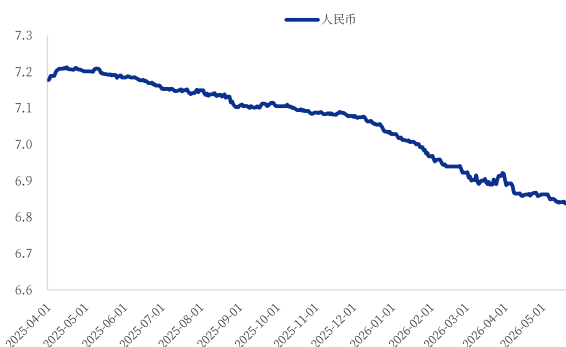
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图24：美元兑越南盾走势



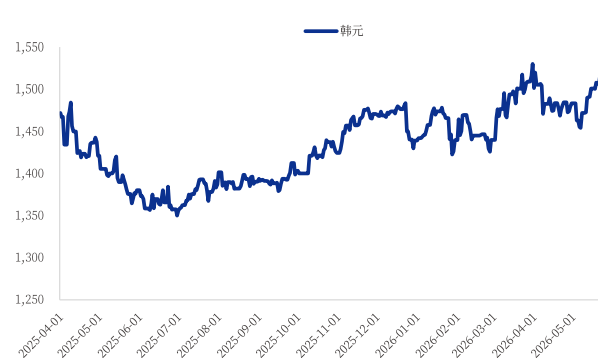
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图26：美元兑人民币走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

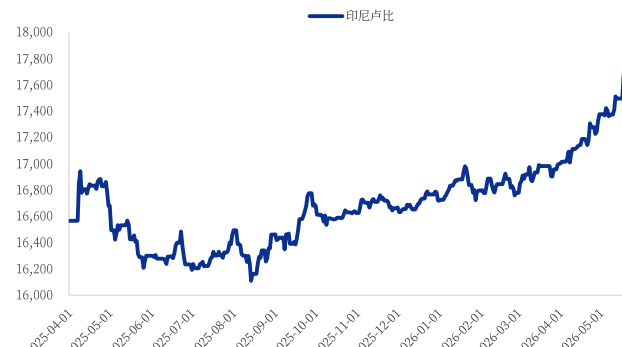
图28：美元兑韩元走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图23：美元兑印尼卢比走势



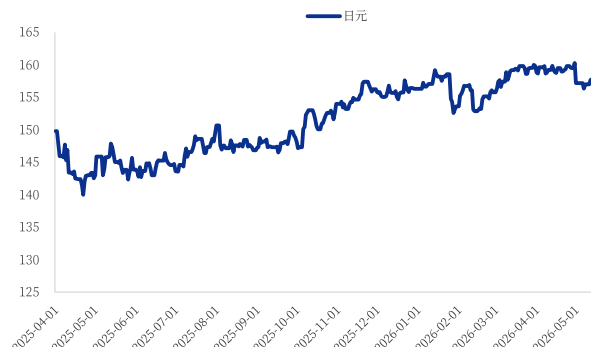
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图25：美元兑菲律宾比索走势



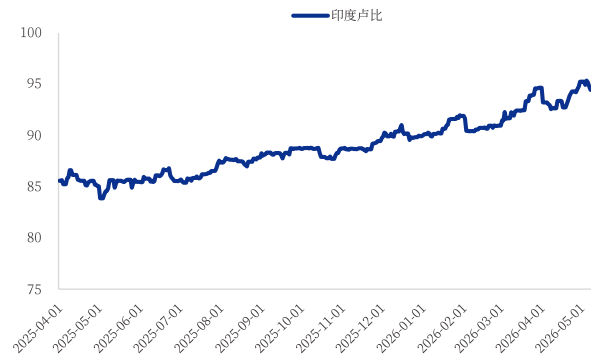
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图27：美元兑日元走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图29：美元兑印度卢比走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

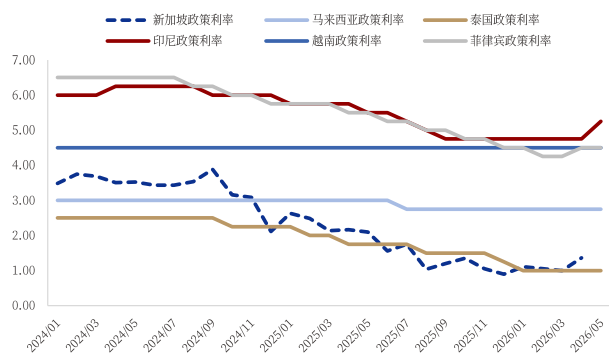
四、债券：10 年国债收益率上行，货币政策分化

货币政策明显分化，印尼超预期加息。从政策利率来看，印尼时隔两年超预期首次加息 50 个基点，基准利率升至 5.25%，马来西亚（2.75%）、菲律宾（4.5%）、泰国（1%）5 月政策利率决议维持不变，越南维持政策利率（4.5%）长期按兵不动。

东南亚六国长端收益率上行。5 月 11 日至 5 月 22 日，双周内东盟国家 10 年期国债收益率普遍上行，但内部强弱分化显著。菲律宾（+49BP，收 7.72%）、泰国（+22BP，收 2.38%），受外部美元走强影响，收益率上行幅度明显高于区域平均；印尼（+4BP，收 6.74%）、马来西亚（+6BP，收 3.61%），收益率小幅抬升，整体走势相对平稳；新加坡（+4BP，收 2.12%）、越南（+1BP，收 4.38%），收益率波动小，展现出较强的利率韧性。

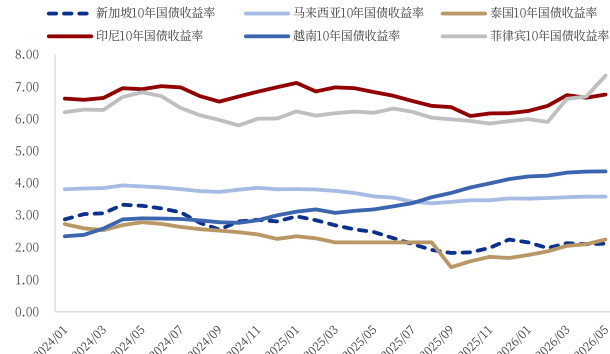
本轮东盟国债收益率整体上行，主要受高油价推升通胀、10 年美债收益率飙升一度触及 4.6%、美元走强区域资金外流的三重压力。美伊冲突推高油价，直接推高输入性通胀，市场要求更高的收益率补偿通胀风险，美元走强叠加本币贬值，外资抛售本币债券回流美元，直接压低债券价格、推高收益率。菲律宾能源高度依赖进口，叠加高油价与美债收益率飙升冲击，4 月 CPI 飙升至 7.2%、一季度 GDP 仅增 2.8%，陷入严重滞胀。比索跌至 61.7 历史新低，经常账户赤字扩至 GDP 的 4%，叠加副总统弹劾案引发政治不稳，市场风险溢价快速抬升，成为本轮亚洲新兴市场压力最突出的经济体。此外，印尼央行通过卖短买长与加息操作，使其收益率曲线趋于平缓。

图30：东盟主要国家政策利率（%）



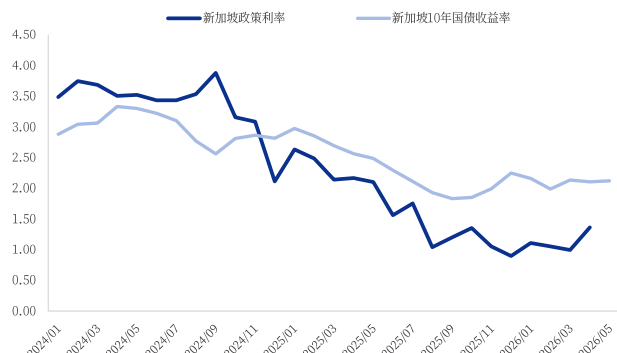
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图31：东盟主要国家 10 年期国债收益率（%）



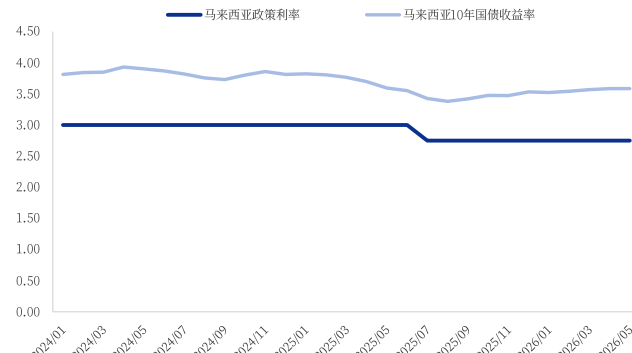
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图32：新加坡政策利率、10 年期国债收益率（%）



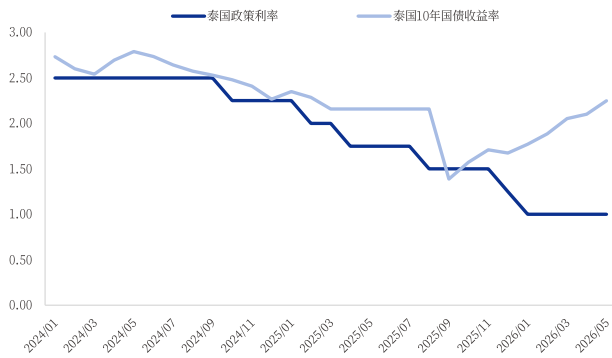
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图33：马来西亚政策利率、10 年期国债收益率（%）



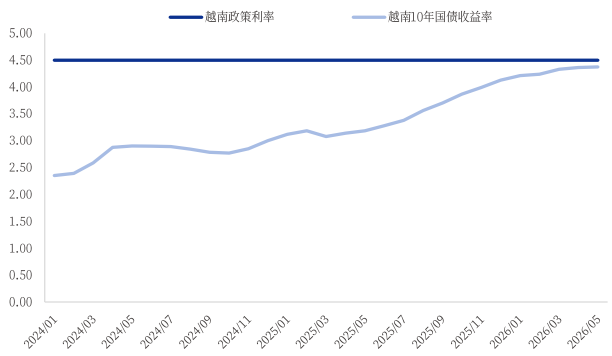
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图34：泰国政策利率、10年期国债收益率（%）



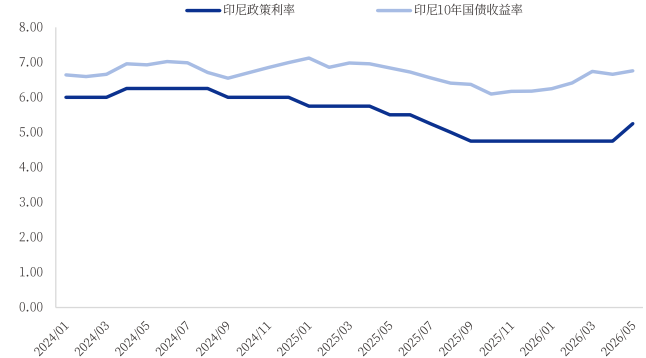
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图36：越南政策利率、10年期国债收益率（%）



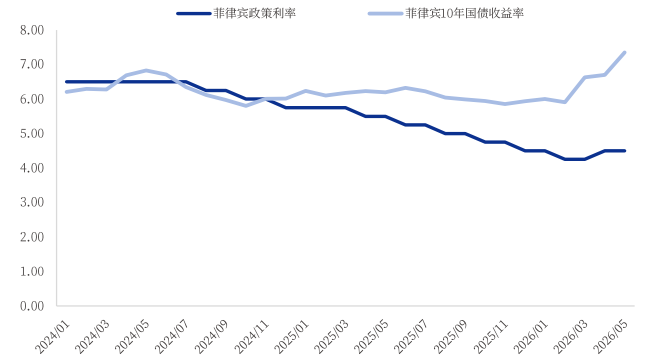
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图35：印尼政策利率、10年期国债收益率（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图37：菲律宾政策利率、10年期国债收益率（%）



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

五、商品：能源领涨，农产品回调，工业金属分化

报告期内，**能源类**：NYMEX 天然气双周上涨 6.22%，月初以来累计上涨 5.91%，年初以来累计下跌 21.29%。**农产品**：原棕榈油价格双周下跌 1.72%，月初以来累计下跌 2.22%，年初仍累计上涨 10.13%。天然橡胶价格双周下跌 0.74%，月初以来累计上涨 2.19%，年初以来累计上涨 14.76%。**工业金属**：镍价格双周下跌 1.60%，月初以来累计下跌 3.70%，年初仍累计上涨 7.80%。LME 锡价格双周微跌 0.02%，月初以来累计上涨 8.78%，年初累计上涨 31.78%。LME 铝价格双周上涨 4.09%，月初以来累计上涨 5.12%，年初累计上涨 24.87%。

表1：东盟重要大宗商品价格表现

品种	单位	5.8 收盘价	5.22 收盘价	双周涨跌幅	月涨跌幅	年初以来涨跌幅
期货收盘价(连续):NYMEX 天然气	美元/百万英热单位	2.8	2.9	6.22%	5.91%	-21.29%
期货收盘价(连续):MDE 原棕榈油	令吉/公吨	4,480.0	4,403.0	-1.72%	-2.22%	10.13%
中国:现货领先价格:天然橡胶	元/吨	17,663.0	17,533.0	-0.74%	2.19%	14.76%
期货结算价(连续):镍	元/吨	145,810.0	143,480.0	-1.60%	-3.70%	7.80%
现货结算价:LME 锡	美元/吨	53,910.0	53,900.0	-0.02%	8.78%	31.78%
现货结算价:LME 铝	美元/吨	3,560.5	3,706.0	4.09%	5.12%	24.87%

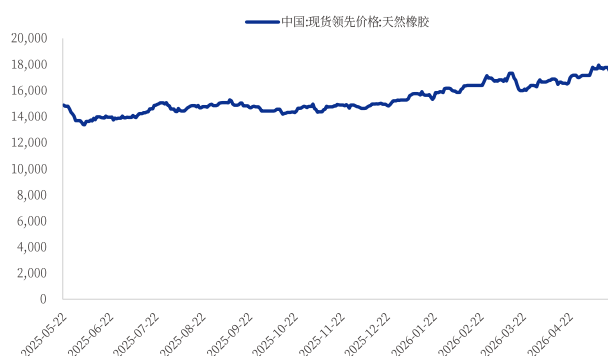
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图38：期货收盘价(连续):NYMEX 天然气（美元/百万英热单位）



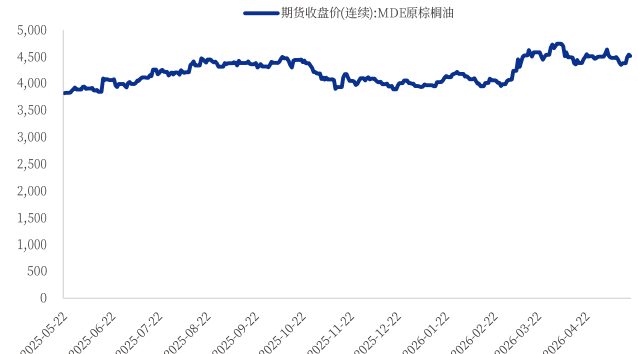
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图40：中国:现货领先价格:天然橡胶（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图39：马来西亚期货收盘价(连续):MDE 原棕榈油（令吉/公吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图41：期货结算价(连续):镍（元/吨）



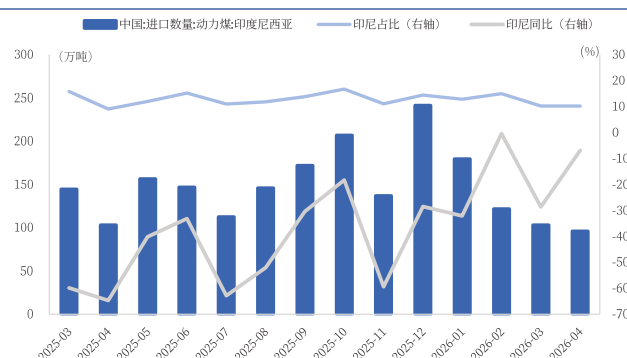
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图42: 现货结算价:LME 锡 (美元/吨)



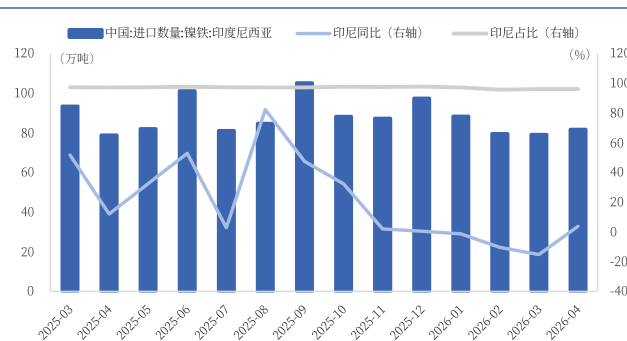
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图44: 中国动力煤: 东南亚进口情况



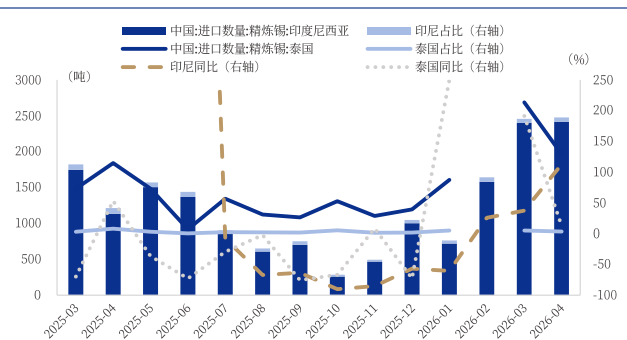
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图46: 中国镍铁: 东南亚进口情况



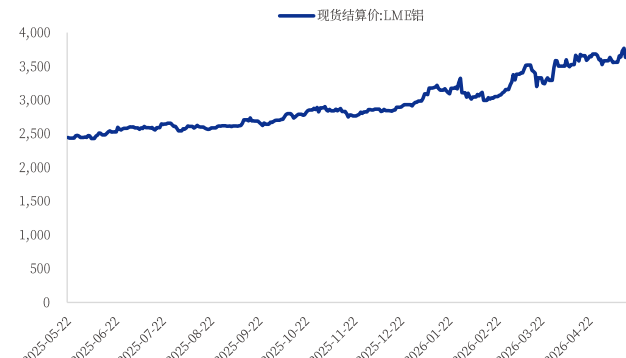
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图48: 中国精炼锡: 东南亚进口情况



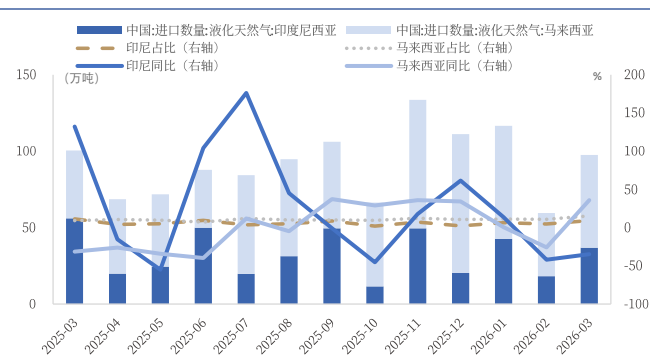
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图43: 现货结算价:LME 铝 (美元/吨)



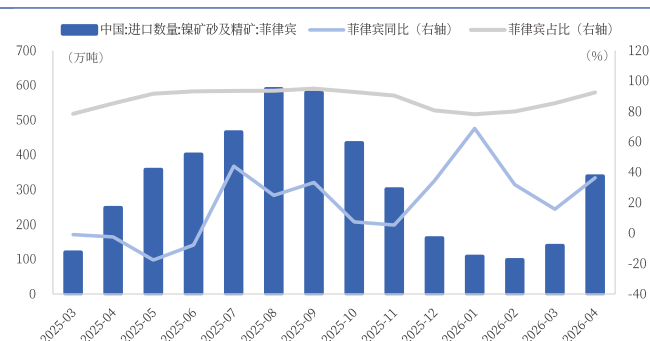
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图45: 中国液化天然气: 东南亚进口情况



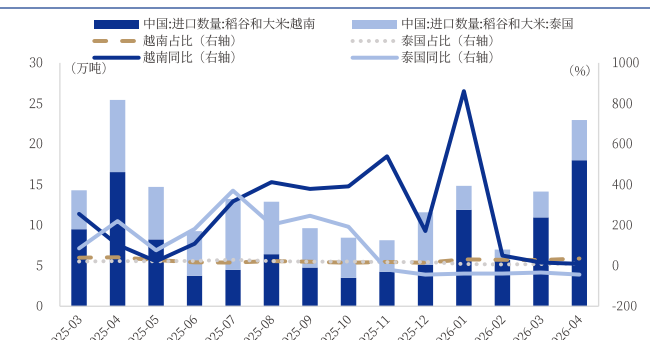
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图47: 中国镍矿砂及精矿: 东南亚进口情况



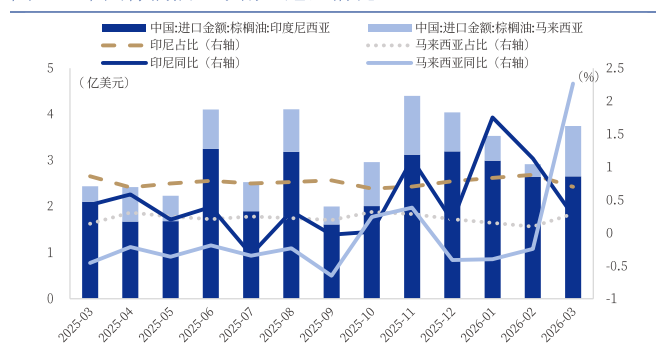
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图49: 中国稻谷和大米: 东南亚进口情况



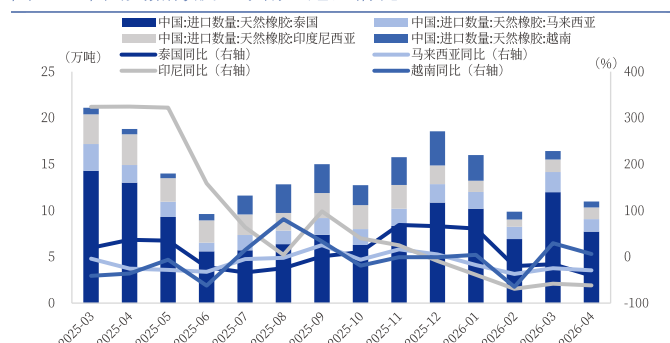
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图50：中国棕榈油：东南亚进口情况



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

图51：中国天然橡胶：东南亚进口情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

六、投资观点

报告期内东盟指数双周下跌 1.61%，但各经济体走势差异显著，货币普遍承压，10 年国债收益率轻微抬升，主要是因为油价冲高推升通胀、10 年美债收益率飙升一度触及 4.6%、美元走强区域资金外流的三重压力。东盟内部，能源结构差异带来的影响持续显现，油价波动放大了能源出口国（印尼、马来西亚）与能源进口国（泰国、菲律宾、新加坡）之间的经济与市场表现剪刀差，直接分化各国通胀走势、货币政策空间及企业盈利修复节奏，整体来看东南亚央行加速转向鹰派。

考虑当前宏观环境因素，高油价、高通胀将持续压制市场整体估值。我们看好受益于全球科技周期且资金面改善的马来西亚市场、受益于强劲内需和外资流入的越南市场以及具有稳健银行体系，防御属性较强的新加坡市场。配置方向上，建议重点关注以下四大方向：一是上游大宗商品板块，原油、棕榈油价格高位运行，马来西亚棕榈油、印尼油气资源企业具有盈利与估值双重支撑。二是化工石化板块，中东产能意外减产致使供给缩减，乙烯等品类成本传导能力强，盈利表现稳健。三是高股息防御金融板块，优选新加坡优质银行及财富管理类金融企业，现金流充裕，避险配置价值较高。四是刚需消费板块，印尼烟草、必选消费品拥有定价优势，叠加政策扶持，业绩增长确定性高。

七、全球财经日历

表2：全球财经日历

日期	国家/地区	指标名称
2026-05-28	美国	5 月 23 日初请失业金人数:季调(人)
2026-05-28	美国	第一季度实际 GDP:季调:环比折年率(预估)(%)
2026-05-28	美国	4 月 PCE 物价指数:同比(%)
2026-05-31	中国	5 月官方制造业 PMI(%)
2026-06-01	美国	5 月 ISM 制造业 PMI
2026-06-02	印度尼西亚	4 月进口、出口金额:同比(%)
2026-06-02	印度尼西亚	5 月 CPI(2022 年=100)
2026-06-02	印度尼西亚	5 月核心 CPI(2022 年=100)
2026-06-03	美国	5 月 ISM 服务业 PMI
2026-06-04	美国	5 月 30 日初请失业金人数:季调(人)
2026-06-05	菲律宾	5 月 CPI:同比(%)
2026-06-05	泰国	5 月 CPI:同比(%)
2026-06-05	泰国	5 月 PPI:同比(%)
2026-06-05	新加坡	4 月零售销售:同比(%)
2026-06-06	越南	5 月工业生产指数:环比(%)
2026-06-06	越南	5 月国内投资金额:当月值(十亿越南盾)
2026-06-06	越南	5 月进口、出口金额:当月值(百万美元)
2026-06-06	越南	5 月零售销售额:累计同比(%)
2026-06-07	印度尼西亚	5 月外汇储备(百万美元)
2026-06-09	中国	5 月出口、进口金额:累计同比(%)
2026-06-09	中国	5 月原油进口量(万吨)
2026-06-09	中国	5 月天然及合成橡胶进口量(万吨)
2026-06-09	菲律宾	5 月名义、实际有效汇率指数(1980 年=100)
2026-06-10	菲律宾	3 月外国直接投资额:同比(%)
2026-06-10	中国	5 月 PPI:同比(%)
2026-06-10	中国	5 月 CPI:同比(%)
2026-06-10	印度尼西亚	5 月消费者信心指数
2026-06-11	美国	6 月 06 日初请失业金人数:季调(人)
2026-06-12	马来西亚	4 月工业生产指数:同比(%)
2026-06-12	马来西亚	4 月零售业销售额:同比(%)
2026-06-18	美国	6 月美联储公布利率决议
2026-06-18	印度尼西亚	6 月印尼央行公布利率决议

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

八、风险提示

地缘政治扩大的风险：大国博弈与局部冲突外溢，干扰区域贸易航道与供应链，冲击外资信心，加剧市场不确定性。

汇率波动的风险：美元走强下东南亚货币普遍承压，推高进口成本与企业外债压力，制约央行政策空间。

输入型通胀的风险：本币贬值叠加大宗商品涨价，推升能源、食品与工业原料成本，侵蚀企业利润与居民购买力。

增长不及预期的风险：外需疲软、内需复苏乏力与结构性改革滞后，或拖累东南亚经济增速低于市场预期。

图表目录

图 1: 东盟主要国家季度 GDP 同比增速 (%)	5
图 2: 马来西亚进出口同比增速 (%)	5
图 3: 2026 年 4 月马来西亚分行业出口情况	5
图 4: 东盟主要国家 CPI 同比增速 (%)	6
图 5: 马来西亚分行业 CPI 同比增速 (%)	6
图 6: 新加坡前十大出口国家/地区 NODX 同比增速 (%)	8
图 7: 印尼与美国 10 年期国债利差显著低于 10 年均值 (%)	9
图 8: 印尼主要行业上市公司净利润同比增速情况	10
图 9: 全球主要国家/地区股指双周涨跌幅	11
图 10: 东南亚地区及主要国家估值双周涨跌幅	11
图 11: 全球主要国家/地区股指年初以来涨跌幅	11
图 12: 东南亚地区及主要国家股指年初以来涨跌幅	11
图 13: 新加坡股指走势	12
图 14: 马来西亚股指走势	12
图 15: 泰国股指走势	12
图 16: 印尼股指走势	12
图 17: 越南股指走势	12
图 18: 菲律宾股指走势	12
图 19: 美元兑亚太主要货币汇率变动趋势	13
图 20: 美元兑新加坡元走势	13
图 21: 美元兑马来西亚吉特走势	13
图 22: 美元兑泰铢走势	14
图 23: 美元兑印尼卢比走势	14
图 24: 美元兑越南盾走势	14
图 25: 美元兑菲律宾比索走势	14
图 26: 美元兑人民币走势	14
图 27: 美元兑日元走势	14
图 28: 美元兑韩元走势	14
图 29: 美元兑印度卢比走势	14
图 30: 东盟主要国家政策利率 (%)	15
图 31: 东盟主要国家 10 年期国债收益率 (%)	15
图 32: 新加坡政策利率、10 年期国债收益率 (%)	15
图 33: 马来西亚政策利率、10 年期国债收益率 (%)	15
图 34: 泰国政策利率、10 年期国债收益率 (%)	16
图 35: 印尼政策利率、10 年期国债收益率 (%)	16

图 36: 越南政策利率、10 年期国债收益率 (%)	16
图 37: 菲律宾政策利率、10 年期国债收益率 (%)	16
图 38: 期货收盘价(连续):NYMEX 天然气 (美元/百万英热单位)	17
图 39: 马来西亚期货收盘价(连续):MDE 原棕榈油 (令吉/公吨)	17
图 40: 中国:现货领先价格:天然橡胶 (元/吨)	17
图 41: 期货结算价(连续):镍 (元/吨)	17
图 42: 现货结算价:LME 锡 (美元/吨)	18
图 43: 现货结算价:LME 铝 (美元/吨)	18
图 44: 中国动力煤: 东南亚进口情况	18
图 45: 中国液化天然气: 东南亚进口情况	18
图 46: 中国镍铁: 东南亚进口情况.....	18
图 47: 中国镍矿砂及精矿: 东南亚进口情况	18
图 48: 中国精炼锡: 东南亚进口情况	18
图 49: 中国稻谷和大米: 东南亚进口情况	18
图 50: 中国棕榈油: 东南亚进口情况	19
图 51: 中国天然橡胶: 东南亚进口情况	19
 表 1: 东盟重要大宗商品价格表现	 17
表 2: 全球财经日历	21

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。

黄林，海外市场分析师。

郑媛，海外市场分析师。

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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

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，香港市场以恒生指数为基准。	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：林程 021-60387901 lincheng_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

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn