下载日志已记录，仅供内部参考

美联储加息靴子落地，利率主导市场定价

—— 东盟研究双周报（260914-260927）

2026 年 09 月 28 日

核心观点

- **加息靴子落地，通胀路径再平衡。**美联储全票加息并修正点阵图、预留年内再加息空间，欧央行与日本央行同步收紧，全球利率环境紧缩，东盟面临的外部利率环境系统性抬升。中东地缘扰动叠加强厄尔尼诺风险，通胀回落进程或被打断、预期趋于固化，进而约束各国政策空间。四国货币当局以按兵不动为主，本币汇率料将普遍温和走弱。AI 驱动的投资周期令新加坡出口持续超预期。马来西亚出口在电子与油气双轮驱动下强劲，核心通胀回落但能源扰动上升。我们预计 2027 年预算料延续现行框架，以惠民导向与结构性改革为主线。印尼财政赤字平稳，新任财长强调财政健康与政策连续性，料延续审慎风格，卢比有望明年企稳。

- **权益：东盟整体下行，资金向防御市场切换。**美联储与日本央行加息落地后不确定性消除，全球市场焦点重回企业盈利与 AI 主线，东盟整体走弱，印尼领跌，原因包括外资集中抛售叠加油价推升进口成本、本币走弱与财长交接带来的政策观望；菲律宾因市场担忧央行跟进加息而承压。越南升级行情“利好落地即回吐”，短期资金冲击有限；新加坡与泰国逆势收涨，防御与内需属性凸显。在美元利率高企的环境下，区域资金延续向低估值防御市场切换。

- **汇率：美联储加息落地，亚洲货币普遍贬值。**美联储与日本央行同周加息，利差逻辑重新主导汇市。东盟六国全线下行，印尼卢比最弱，源于美元走强、油价高企扩大进口支出与组合资金外流的三重压力；泰铢受区域最低政策利率的利差劣势拖累；印尼央行以分层对冲激励、双市场干预与本币结算配合托底，卢比尾段企稳、贬值斜率放缓。

- **债券：政策利率集体进入观察期，长端多数回落。**东盟六国货币当局在本窗口期内均按兵不动，以稳汇率、稳预期为先，进一步加息空间受限。长端方面，马来西亚因加息利空出尽叠加配置盘介入，出现区域最大降幅；印尼长端下行与其央行将二级市场购债明确列为汇率干预工具直接相关，形成罕见的“债涨汇跌”组合，说明外资对印尼资产的汇率风险溢价并未真正下降；菲律宾在高通胀环境下“加息难稳长端”。整体看，全球利率共振最陡峭的阶段或已过去，东盟内部分化由外资流向与通胀路径决定，区域长端转入高位震荡。

- **商品：农产品回调，能源与金属分化。**天然气双周大幅上涨，年初以来仍为负增长；棕榈油与天然橡胶双周回调，但年初以来涨幅依然可观；镍、铝双周小幅走弱，锡价维持强势。与上期能源与农产品齐涨的格局相比，本期商品输入性压力边际缓和，但资源国盈利内部分化加大。

- **投资观点：**建议关注四大投资主线，一是印尼政策红利驱动的估值修复，看好低估值银行、烟草、必选消费与电信；二是马来西亚供给收缩与消费降级，关注种植园及平价零售；三是新加坡防御配置与风格切换，优选高息 REITs 及中小盘成长股；四是泰国旅游复苏与产业转型，聚焦酒店航空、医疗及数据中心工业地产。

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

双周东盟主要经济体股债汇行情速览

国家	央行	股市	10Y国债收益率	汇率
新加坡	维持1.15%	0.27%	2BP，收2.48%	贬值0.9%
马来西亚	维持2.75%	-0.90%	-22BP，收3.96%	贬值0.0%
泰国	维持1%	0.19%	0BP，收2.29%	贬值0.9%
印尼	维持5.75%	-4.58%	-15BP，收7.01%	贬值1.7%
越南	维持4.5%	-0.56%	1BP，收4.58%	贬值0.2%
菲律宾	维持5%	-3.89%	12BP，收7.57%	贬值0.3%

资料来源：中国银河证券研究院

相关报告

1.【银河海外研究】东盟研究双周报：油价利率共振承压，东盟韧性中分化加剧（260831-260913）

2.【银河海外研究】东盟宏观月报：AI 托底区域增长，食品能源推升通胀回升（260812-260912）

3.【银河海外宏观】2026 年四季度东盟前瞻指南：聚焦地缘、科技与关税三重挑战

4.【银河海外研究】于变局中开新局：中国—东盟合作前瞻与路径展望

5.【银河海外研究】东盟 AI 算力枢纽，泰国 IDC 迎高速扩容

风险提示

1. 地缘冲突加剧的风险。

2. 汇率波动的风险。

3. 输入型通胀导致成本上升的风险。

4. 经济增长不及预期的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录
Catalog

一、 紧缩周期重启抬升外部约束，AI 出口红利延续 3
（一） 区域专题：美联储重启紧缩，四国政策路径与汇率分化 3
（二） 新加坡： AI 投资周期主导出口高增，顺差逆势收窄折射进口同步扩张 4
（三） 马来西亚：2027 年预算延续现行框架，出口强劲而通胀温和可控 5
（四） 印尼：财政赤字率维持平稳，新任财长延续审慎财政取向 7
二、 权益：东盟整体下行，资金向防御市场切换 10
三、 汇率：美联储加息，亚洲货币普遍贬值 12
四、 债券：东盟集体按兵不动，外部约束显著收紧 14
五、 商品：天然气领涨、农产品回调、金属窄幅震荡 16
六、 投资观点 19
七、 全球财经日历 20
八、 风险提示 21

下载日志已记录，仅供内部参考

一、紧缩周期重启抬升外部约束，AI 出口红利延续

美联储重启紧缩与油价上行构成双周宏观双主线。美联储全票落地加息并修正点阵图、预留年内再加息空间，欧央行、日本央行加息，全球利率环境由宽松红利切换为紧缩约束，东盟面临外部金融条件的系统性抬升。但我们判断这不会开启长期加息周期，2027 年美联储料暂停。中东地缘扰动叠加强厄尔尼诺风险，油价预计上行至明年，经“贸易逆差扩大——成本推动通胀——补贴消耗财政”链条传导，能源净进口国首当其冲，净出口国亦面临补贴与食品价格的双重财政考验；通胀回落进程或被打断、预期趋于固化，约束各国政策空间。新马泰印尼四国央行以按兵不动为主，本币汇率料将普遍温和走弱。

新加坡：AI 驱动的投资周期令出口大超预期、电子产品贡献居首，增长由算力硬件而非消费复苏主导，对美、对华同步放量，巩固其区域半导体供应链核心地位。进口同步扩张使顺差小幅收窄。

马来西亚：出口在电子与油气双轮驱动下强劲，核心通胀回落但能源扰动上升，厄尔尼诺利好种植园业，股市韧性核心变量是 2027 年预算与基本面。我们预计 2027 年预算料延续现行框架，以惠民导向与结构性改革为主线，核心看点在于如何平衡财政整顿可信度与选前惠民空间。

泰国：央行维持区域最低政策利率，利差劣势叠加油价输入型压力，泰铢近期延续温和贬值，能源净进口结构使其对油价冲击最敏感，2027 年随油价回落与旅游收入修复，泰铢有望由贬转升。

印尼：财政赤字平稳，收入高增与支出放缓双重支撑；新任财长强调财政健康与政策连续性，料延续审慎风格、赤字上限不放宽，国企流动性退出等六项政策信号值得跟踪；政策利率不跟随美联储加息，卢比有望明年企稳。

（一）区域专题：美联储重启紧缩，四国政策路径与汇率分化

美联储重启加息并预留年内再加息空间，全球利率环境转向紧缩。美联储以 12:0 投票落地 25BP 加息，官员清晰传递物价压力加大的判断；修正后的点阵图指向年底前再加息 25BP（年内尚有 10 月 28 日、12 月 9 日两次会议），但我们认为这不会开启长期加息周期，2027 年美联储将暂停加息。欧央行 9 月完成年内第二次加息 25BP 至 2.50%，日本央行 9 月加息至 1.25%、创 1995 年以来新高，三大央行同步收紧推动全球收益率曲线熊市平坦化，东盟面临的外部利率环境系统性抬升。[1]

油价与厄尔尼诺共振推升区域通胀。受供应中断与全球库存下降影响，我们预计油价有望持续上行至明年，2027 年布伦特油价或将达 90.0 美元/桶。此外，强厄尔尼诺风险抬升，对食品与能源价格形成额外压力。高油价通过“能源进口推大贸易逆差——成本推动通胀挤压企业毛利——燃油/电价补贴消耗财政”多个链条传导，东盟地区所受冲击尤为显著。区域各国通胀结构对能源与食品的敏感度不一：泰国、新加坡等能源净进口经济体的输入型压力更为直接，印尼、马来西亚虽为能源净出口国，但补贴支出与食品价格仍构成财政与物价的双重考验。若高油价与干旱持续，通胀回落进程或被打断，预期趋于固化，进而约束各国央行的政策空间。

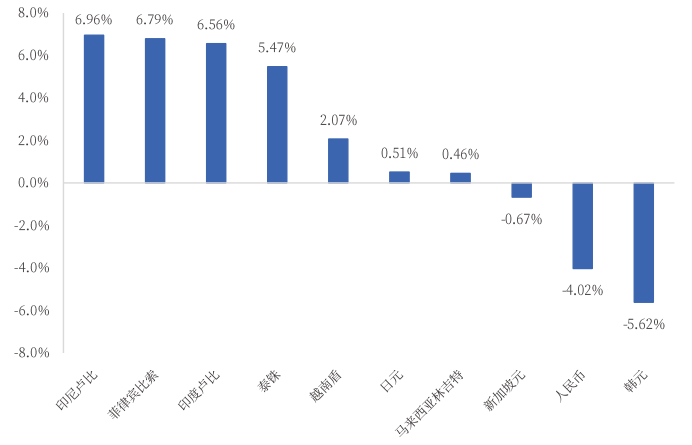
四国央行按兵不动为主，本币汇率料将普遍温和走弱。我们预计**新加坡**金融管理局（MAS）10 月再度适度收紧，美元兑新元 2026/2027 年为 1.29/1.28。**马来西亚**央行（BNM）当前偏向鹰派，隔夜政策利率是否上调取决于 GDP 增速走强能否传导至需求拉动型通胀，目前尚未出现该迹象，预计今年维持不变、2027 年年中存在小幅加息至 3.00%的可能；受利差小幅扩大且利好美元影响，美元兑林吉特 2026/2027 年为 4.15/4.10。**泰国**央行（BoT）预计维持 1.00%不变，美元兑泰铢 2026/2027 年预计为 34.00/33.50。**印尼**央行（BI）今年以来已加息 100 个基点，预计 2026/2027 年政策利率维持 5.75%不变，料不会被动跟随美联储。一方面，美联储加息落地将抑制美债波幅，利差压力可控；另一方面，印尼外资抛售规模已处高位、边际空间有限，资本外流风险不会立即显现，按兵不动具备充分条件。事实上，国内政策环境趋于稳定使印尼资产具备入场吸引力，证券投资资金流入

1 ASEAN-4 to face mild depreciation risk, Nazmi IDRUS, September 17, 2026

下载日志已记录，仅供内部参考

已有所改善。汇率方面，我们预计 2027 年美元兑印尼卢比维持区间震荡，目标位 16,700（2026 年为 17,400）。

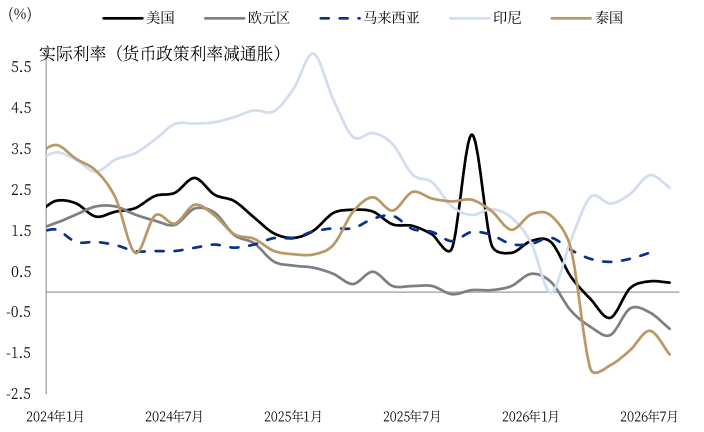
图1：今年美元兑亚太主要货币汇率变动趋势（%）



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

图2：部分央行实际利率处于低位甚至为负



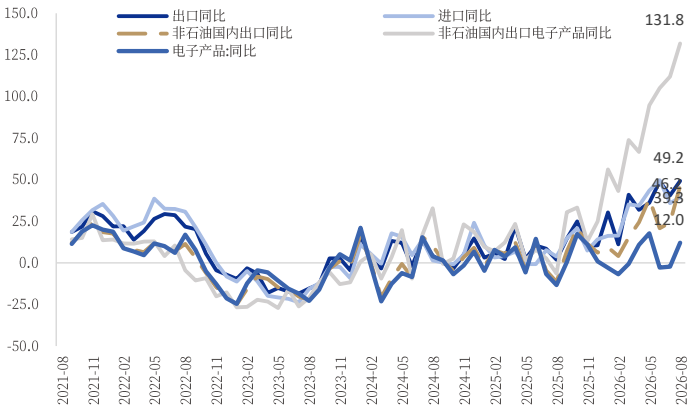
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）新加坡： AI 投资周期主导出口高增，顺差逆势收窄

AI 需求驱动 8 月 NODX 同比大增 46.2%，电子产品贡献居首。新加坡 8 月非石油国内出口（NODX）同比增长 46.2%，较 7 月的 24.1%显著加快，明显高于彭博一致预期。本轮出口向好具有广泛性，电子产品出口同比增长 131.8%（7 月为 112.0%），其中磁盘介质产品、个人电脑、集成电路分别同比增长 290.2%、237.9%和 90.9%；非电子产品出口同比增长 12.0%（7 月为 7.6%），专用机械（同比+57.7%）、非货币黄金（同比+67.0%）与医疗器械（同比+22.1%）为主要贡献项。值得关注的是，尽管出口亮眼，8 月贸易顺差反而小幅收窄至 125 亿新元（7 月为 128 亿新元），反映进口端同步扩张。[2]

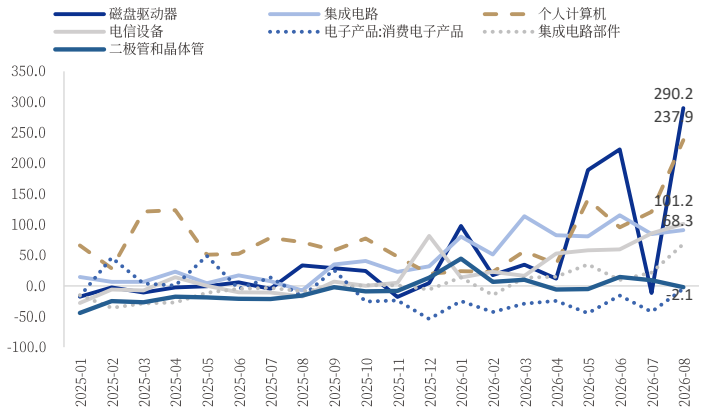
增长由 AI 投资周期主导，全年 NODX 增速预测上调至 25.0%。分地区看，对美 NODX 同比增长 91.0%，对中国大陆同比增长 70.3%，表明当前增长由 AI 驱动的投资周期主导，而非消费需求的全面复苏，进一步巩固新加坡作为区域半导体供应链核心供应商的地位。前 8 个月 NODX 累计同比增长 22.4%，我们预计 2026 年出口同比增速料将达 25.0%，显著高于企业发展局 14.0%-16.0%的预测区间；下行风险为全球科技需求放缓超预期或区域电子贸易流中断，且基数效应抬升下增速或自高位放缓。

图3：新加坡出口、进口同比增速（%）



资料来源：Wind，新加坡企业发展局，中国银河证券研究院

图4：新加坡分行业出口同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

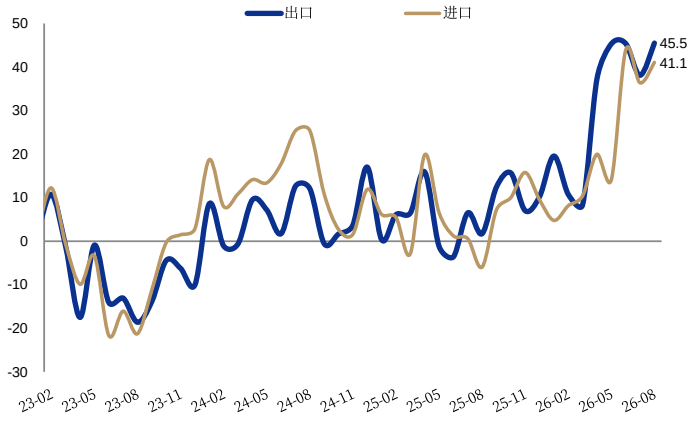
2 AI boom keeps NODX thriving，Mohamed Afham ZULGHAFIR, Nazmi IDRUS, September 17, 2026

下载日志已记录，仅供内部参考

（三）马来西亚：2027 年预算延续现行框架，出口强劲而通胀温和可控

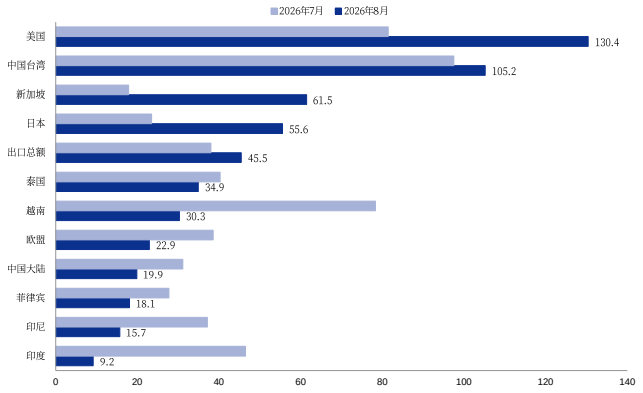
8 月出口同比增长 45.5%，电气电子与油气产品双轮驱动。受制成品出口需求韧性强劲（同增 50.4%）支撑，马来西亚 8 月出口增速加快至同比 45.5%，其中电气电子（E&E）产品同比+66.5%领涨；油气相关出口亦形成支撑，石油产品出口同比增长 21.7%，液化天然气（LNG）出口同比激增 51.8%。分地区看，对美出口同比激增 130.4%至 375 亿林吉特创月度历史新高，对中国大陆出口同比增长 19.9%至 207 亿林吉特刷新峰值。进口增速亦维持强劲，同比增长 41.1%，其中中间品进口同比增长 50.5%。1-8 月累计贸易顺差扩大至 1,987 亿林吉特。[3]

图5：马来西亚进出口同比增速（%）



资料来源：Department of Statistics Malaysia，CEIC，中国银河证券研究院

图6：马来西亚出口分市场同比增速（%）



资料来源：Department of Statistics Malaysia，CEIC，中国银河证券研究院

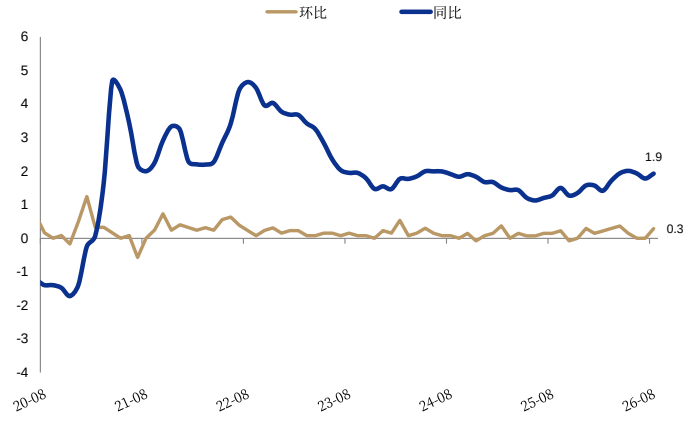
贸易前景保持向好，电气电子出口有望超越 2025 年全年水平。1-8 月电气电子累计出口 6,561 亿林吉特，已逼近 2025 全年 7,123 亿林吉特的总额，全年实现超越几成定局；AI 驱动的半导体上行周期将持续支撑 2026 年剩余时段外贸表现，中间品进口高增亦印证国内扩产与出口链条的联动。全球能源市场波动虽是主要风险，但马来西亚作为油气净出口国，石油产品与液化天然气等能源相关出口应为整体贸易提供额外利好，顺差格局有望延续。

8 月通胀微增但核心 CPI 放缓，能源扰动明显。8 月整体 CPI 通胀小幅微升至同比 1.9%（7 月为 1.8%），主要受交运及公用事业成本涨幅扩大推动。交运通胀加快至 2.0%（7 月为 1.4%），公用事业升至 2.1%（7 月为 1.8%），表明较高的能源相关成本正逐步传导至部分消费品价格分项。但核心通胀由 1.8%小幅放缓至 1.7%，当前压力仍集中在对能源敏感的分项中。政府将 9-12 月电费保护政策适用家庭用电量上限由 600kWh 提高至 800kWh，叠加定向补贴计划等民生保障措施，有望对冲价格传导压力、缓冲短期冲击。但考虑到地缘政治持续扰动，油价持续处于高位，我们预计 2027 年 CPI 或达 2.1%，短期（4 个月）通胀在政府扶持措施作用下应仍可控，但受高能源价持续时间更长久影响，中期（8 个月）通胀风险偏向上行。

3 Exports power ahead, inflation risks rise，Mas Aida CHE MANSOR, September 18, 2026

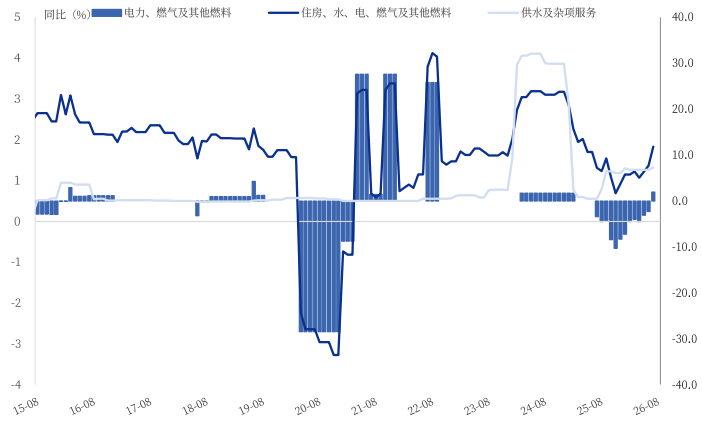
下载日志已记录，仅供内部参考

图7：马来西亚 CPI 环比、同比增速（%）



资料来源：Department of Statistics Malaysia，CEIC，中国银河证券研究院

图8：马来西亚公用事业 CPI 同比增速（%）



资料来源：Department of Statistics Malaysia，CEIC，中国银河证券研究院

厄尔尼诺下种植园业确定受益，全行业面临公用事业成本上行。马来西亚气象局表示当前超强厄尔尼诺或创历史最严重纪录，气温与降雨量受冲击的峰值预计出现在 2027 年 1-5 月。我们认为厄尔尼诺现象对种植园板块构成实质性利好。尽管极端天气可能导致棕榈油产量下滑，但供需紧平衡下，毛棕榈油（CPO）价格的上涨幅度将显著超过产量的降幅，从而推升整体营收。此外，发电、太阳能、医疗保健、电信、瓶装水与基建设备制造商等行业也将受益。与之相对，随着空调使用增多、机器设备运行效率下降，各行业都将面临公用事业开支上涨，制造商和消费品公司还需承担更高的原材料成本。[4]

国债收益率上行源于全球宏观环境，风险溢价反而被动收窄。2016 年上一轮超强厄尔尼诺峰值期，马来西亚月度用电量同比增长 8.6%，具备产品定价权的企业可以通过调价消化用电增加带来的财务冲击。厄尔尼诺带来的持续干旱与高温不仅会引发水资源危机和雾霾，还将通过多重渠道冲击实体经济：一方面，家禽、乳制品等食品生产以及建筑、旅游、零售、餐饮等消费服务业将直接承压；另一方面，印尼物流受干旱阻滞，毛棕榈油、煤炭等核心原材料的成本将被进一步推升。回顾历史数据，2021-2025 年马来西亚降雨量高于常年，或能部分抵消本轮气候异常的影响。然而，2027 年 1-4 月才是真正的“压力测试”窗口，若今年 11-12 月雨季降雨量偏低，风险敞口将进一步扩大。我们维持对马来西亚股市的乐观判断，影响 KLCI 估值更核心的因素是 2027 年财政预算案审议、经济基本面韧性及其带动的企业盈利表现，以及 GE16 相关政策动态，而非厄尔尼诺。马来西亚 10 年期国债收益率自 6 月 30 日起上行，这主要是源于全球利率共振上行，并非本国问题，对企业盈利影响有限；但受国债收益率飙升影响，股市风险溢价反而下行。

2027 年预算大概率延续现行政策框架，以惠民导向与结构性改革为主线。我们预计安瓦尔总理将于 10 月 9 日发表的 2027 年预算演说将依托现有政策框架展开，不会有超预期重磅举措，但政府改革议程仍在推进。由于燃油补贴额度上调等部分扶持措施已提前落地，后续帮扶大概率为增量型措施并分散安排于多项计划之中。重点关注领域包括（1）**提振消费：**安瓦尔已释放扩大现金补贴信号，不排除上调公务员奖金或再次发放一次性 100 林吉特 SARA 援助金；（2）上调**薪资：**现行每月 1700 林吉特最低工资即将审议，预计存在上调空间，政策或更侧重与生产率挂钩的薪资增长；（3）**税务管理：**第二财长明确不新增税种，重心转向优化现有税制，包括推动电子发票向中小企业普及，碳税落地亦预计取得进展；（4）**厄尔尼诺风险：**政府或针对厄尔尼诺风险出台预防性举措，涵盖水利基础设施投资、粮食安全与补贴拨款；（5）**结构性改革：**进一步完善非正规就业与零工群体的退休保障，市场将关注雇员公积金局（EPF）是否落实“第十三个马来西亚计划”中探讨的终身年金方案。立法重点包括总检察长与检控官职能分立、总理两届任期限制、信息自由法案；销售

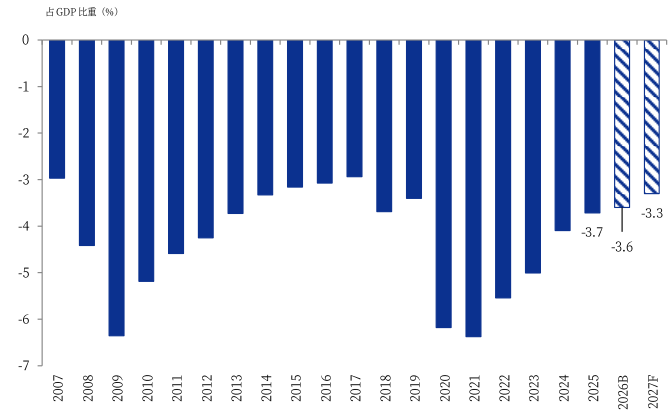
4 El Nino’s bark worse than its bite?，Prem JEARAJASINGAM，September 17, 2026

下载日志已记录，仅供内部参考

与服务税（SST）改革讨论或将升温，但短期内难以进行大范围税制调整。[5]

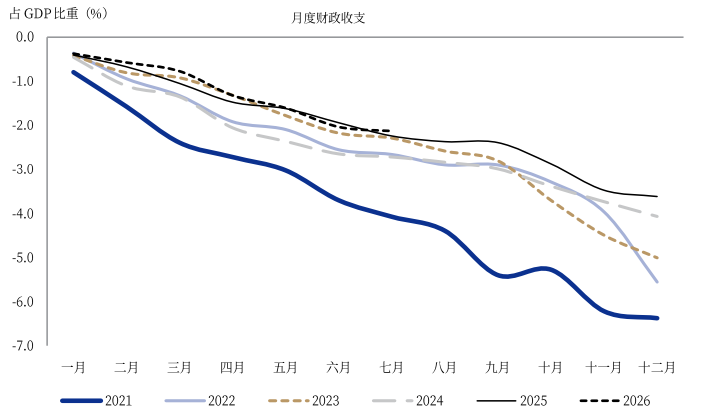
2026 年财政赤字或不及目标，但 2027 年边际改善方向明确。尽管本年度经济增长或将保持较强韧性，我们预计 2026 年财政赤字将小幅扩大至 GDP 的 3.6%，略高于政府设定的 3.5%目标，反映补贴相关支出压力持续存在。不过 2027 年财政整顿或将持续，赤字预计收窄至 GDP 的 3.3%，同时政府债务占比有望回落，财政状况有所改善。整体而言，2027 年预算的核心看点在于：大选周期来临前，政府如何平衡财政整顿与短期扶持政策。第 16 届全国大选（GE16）料于 2027 年上半年举行，这一时间约束决定了预算既需维持整顿可信度，又需为选前惠民措施留出空间。

图9：2027 年马来西亚财政赤字预测值为 3.3%



资料来源：Wind，MOF，中国银河证券研究院

图10：马来西亚月度财政收支



资料来源：MINISTRY OF FINANCE, CEIC，中国银河证券研究院

（四）印尼：财政赤字率维持平稳，新任财长延续审慎财政取向

美联储激进定价下卢比承压，PCE 口径修订与关税税率回落构成加息预期的缓和变量。联邦基金期货显示市场定价较点阵图更鹰：10 月加息概率 53.0%、12 月 77.0%、明年 3 月 63.0%，而点阵图仅指向年内一次，美联储加息预期升温令印尼卢比回吐此前部分升值。我们认为两大因素有望推动美国通胀进一步回落、缓和加息预期：一是美国经济分析局 9 月 30 日修订统计口径，或下修个人消费支出（PCE）通胀；二是美国平均有效关税税率已由去年 10 月的 11.4%峰值降至今年 7 月的 6.7%（关税实施前为 2.3%），关税对物价的推升作用趋于减弱。

已有政策缓冲空间下，BI 无需被动跟随美联储，2026-27 年政策利率预计维持 5.75%。[6]印尼央行（BI）9 月议息维持政策利率 5.75%不变、声明基调中性，印证我们此前关于本轮加息已至终值、政策利率终值 5.75%的判断。BI 在维持 5.75%利率不变的同时，围绕“稳卢比、保流动性、锚定 2.5±1%通胀目标”推出了组合措施，（1）阶梯上调外资对冲激励，常规 Swap Buy Hedging 套保优惠由统一 12.5%调整为 3 个月期 15%、6 个月期 20%、12 个月期 25%，DNDF 卖出套保由 15%上调至 6 个月期 25%、12 个月期 30%，且合格底层交易由证券投资扩展至银行外债与 FDI，期限越长补贴越高，以引导短期资金向长期配置转化，缓解“外资抛售→卢比贬值→被迫加息”压力；（2）延续与伙伴国的本币结算（LCT）激励，将 Swap Buy Hedging 溢价上调 10%、DNDF Sell Hedging 溢价下调 10%，从结算端推进外汇交易多元化、降低美元敞口。

5 Budget 2027 Preview: Staying the course，Nazmi IDRUS，Mas Aida CHE MANSOR，September 14, 2026

6 BI holds; previous hikes provide headroom，Wisnu TRIHATMOJO，September 23, 2026

下载日志已记录，仅供内部参考

图11：2026 年上半年，印尼遭遇“股债汇”三杀，推动印尼卢比汇率回归均衡水平应是恢复经济稳定的首要任务



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

财政赤字率维持平稳，收入走高与支出放缓形成双重支撑。印尼 1—8 月财政赤字率稳定在 0.9%，延续自 3 月以来的平稳态势（2026 全年目标为 2.85%），背后是收入同比增长 25.4%、支出增速回落至 17.1%。收入已完成年度预算目标的 64.1%，高于 5 年均值 61.8%，相比 1—3 月低于目标 2 个百分点的表现，此次超额完成 2.3 个百分点。结构上，1—8 月税收收入同比增长 24.1%，其中所得税与增值税退税额减少 113 万亿印尼卢比（同比下降 37.3%），非税收入则因印尼央行上缴资金带来一次性提升。支出端，免费营养餐计划（MBG）支出 134 万亿印尼卢比，全年预计将低于 2026 年 219 万亿印尼卢比的预算；而受高油价影响，补贴与补偿支出同比大增 52.1%至 331 万亿印尼卢比。我们认为财政支出放缓态势将持续，财政拉动效应较上半年明显减弱。[7]

新任财政部长延续审慎风格。原财政部副部长苏阿哈西尔·纳扎拉于 9 月 14 日被任命为新财政部长，其在任命后强调四点：维护国家财政健康和公信力、保证重点项目落地；财政赤字率维持在 3%以下；预算优化重在资金使用效率；保持政策连续性。鉴于其学术与从业背景与前部长斯里·穆里亚尼相近，我们预计其将延续审慎财政风格，并加强对外沟通以强化财政与货币政策协同，市场对财政可信度的看法已有改善，但仍需落实成效才能转化为正面信用评级展望。

六项政策信号值得跟踪，核心在于验证新财长的政策连续性与财政纪律锚定。一是高油价环境下补贴燃油售价是否上调——该决定权掌握在总统手中，是短期通胀与财政支出压力的最直接变量。二是国企流动性注入政策或逐步退出，当前投放规模 299 万亿印尼卢比，其中 200 万亿存放期限至 2027 年 7 月，剩余 99 万亿将协同印尼央行和各银行逐步撤回；印尼央行证券（SRBI）回笼操作有望中和流动性撤回的冲击，对债市扰动有限。三是 9 月 25 日到期的乡村合作社首笔贷款还款 37.7 万亿印尼卢比，因政府已将覆盖目标由 8 万家下调至 3 万家，后续政策安排料有调整。四是免费营养餐（MBG）预算优化工作持续推进，该进程或将延续至 2028 年。根据宪法法院裁决，届时该项目须从国家教育预算中单列。五是尽管议会提议修改《国家财政法》，我们预计财政赤字率上限不会高于 3%：新财长已提出 2027 年赤字率目标 2.4%，代表政府承诺；且经常账户赤字不断扩大，

7 Stable fiscal deficit; policy execution in focus，Wisnu TRIHATMOJO，September 18, 2026

下载日志已记录，仅供内部参考

放宽上限将加剧“双赤字”压力并造成卢比贬值。六是出口平台 DSI 料不会强力推进，对大宗商品投资者构成利好；判断依据为出口消费税下调，以及 2027 年预算中矿产资源收入预期偏温和。

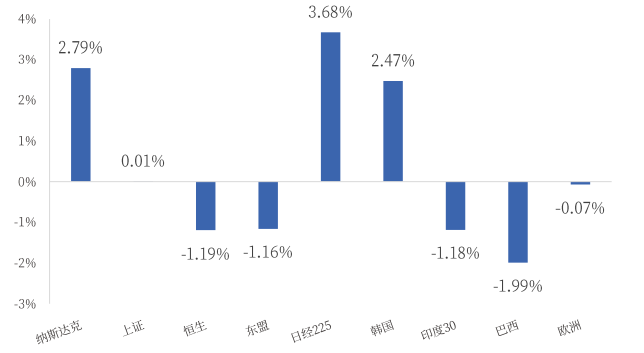
下载日志已记录，仅供内部参考

二、权益：东盟整体下行，资金向防御市场切换

美联储与日本央行相继加息落地，全球权益在科技股带动下多数反弹。美联储 9 月 16 日实施三年来首次加息并预留年内再加息空间，日本央行 9 月 18 日加息至 1.25%的高点，不确定性消除后市场焦点重回企业盈利与 AI 主线。日经 225 上涨 3.68%领涨全球，半导体权重股集中爆发；纳斯达克上涨 2.79%，Meta 的 Muse 个人 AI 代理重燃全球 AI 交易热情，芯片股带动纳指创下 6 月以来新高，韩国上涨 2.47%跟随 AI 产业链走强；恒生指数下跌 1.19%、印度下跌 1.18%、巴西下跌 1.99%受美元与油价压力走弱；欧洲下跌 0.07%、上证上涨 0.01%基本持平。全球呈现“科技强、资源与新兴弱”的分化格局。

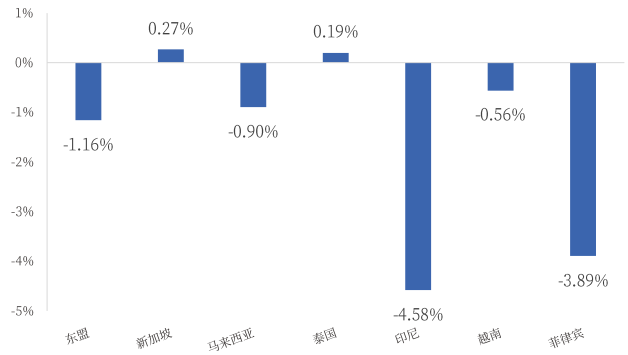
东盟整体下行，资金向防御市场切换。印尼下跌 4.58%垫底，外资集中抛售，叠加油价高企推升进口成本、印尼卢比走弱以及财政部长交接带来的政策观望情绪，尽管央行扩大对冲激励稳汇率，股市仍遭重挫；菲律宾下跌 3.89%，主要是因为市场担忧菲央行跟进美联储加息、获利回吐叠加高通胀与资金流出压力较大。马来西亚下跌 0.90%。越南下跌 0.56%小幅走弱，“利好落地即回吐”特征明显——富时罗素次级新兴市场升级于 9 月 21 日正式生效，但首阶段仅纳入最终可投资权重的 10%，分四阶段持续至 2027 年 9 月，短期资金冲击有限；新加坡上涨 0.27%、泰国上涨 0.19%逆势收涨，防御与内需属性凸显。在美元利率高企的环境下，区域资金延续向低估值防御市场切换的态势。

图12：全球主要国家/地区股指双周涨跌幅



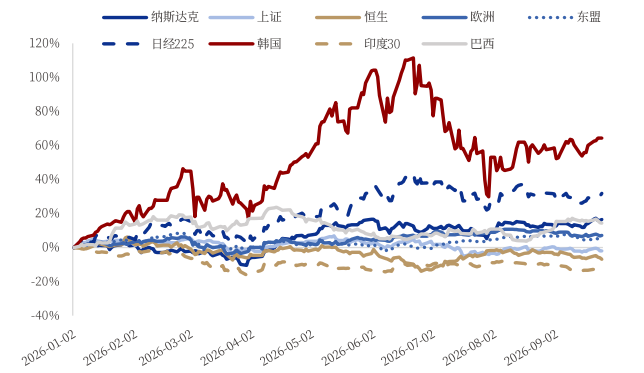
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图13：东南亚地区及主要国家股指双周涨跌幅



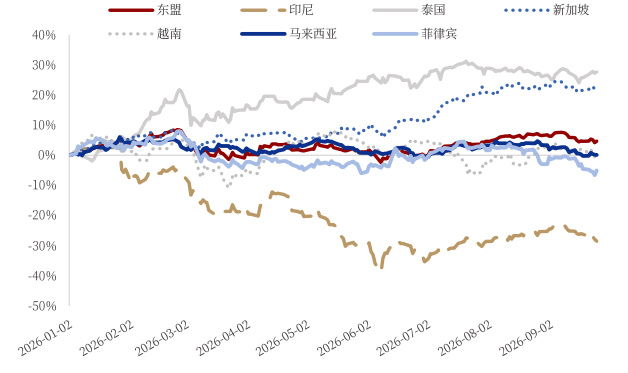
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图14：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

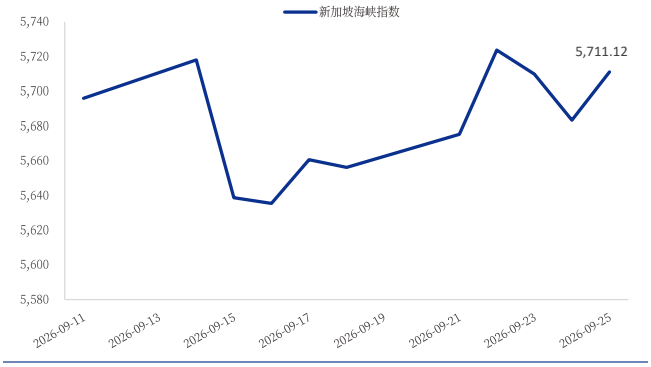
图15：东南亚地区及主要国家股指年初以来涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

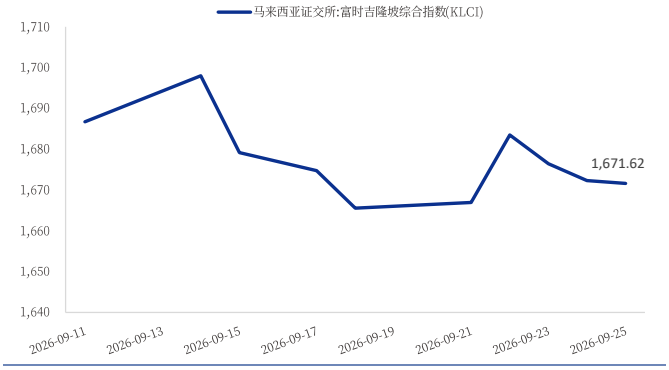
下载日志已记录，仅供内部参考

图16：新加坡股指双周走势



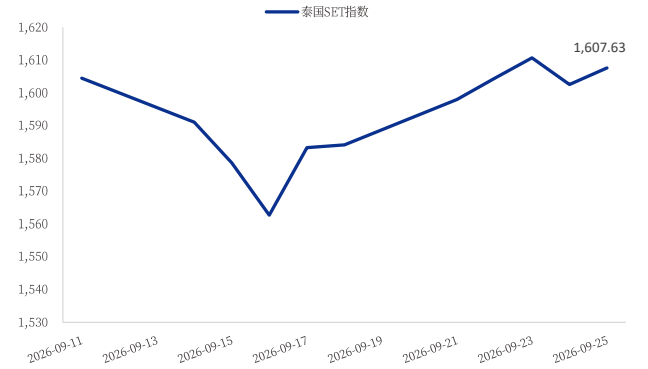
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图17：马来西亚股指双周走势



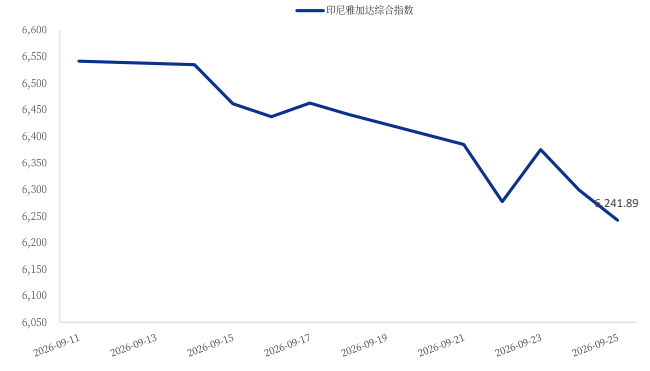
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图18：泰国股指双周走势



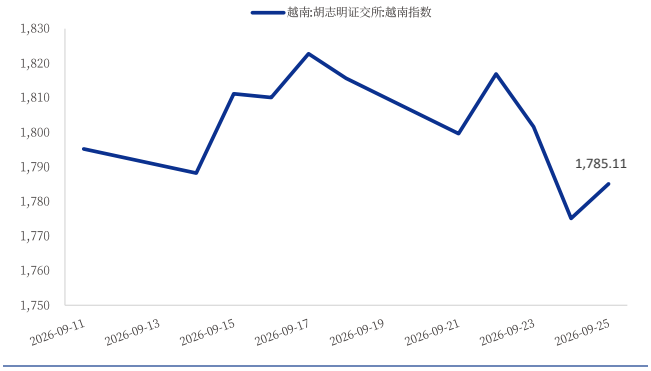
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图19：印尼股指双周走势



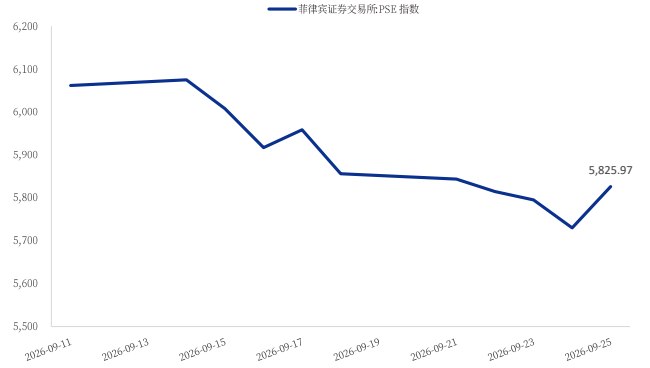
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图20：越南股指双周走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图21：菲律宾股指双周走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

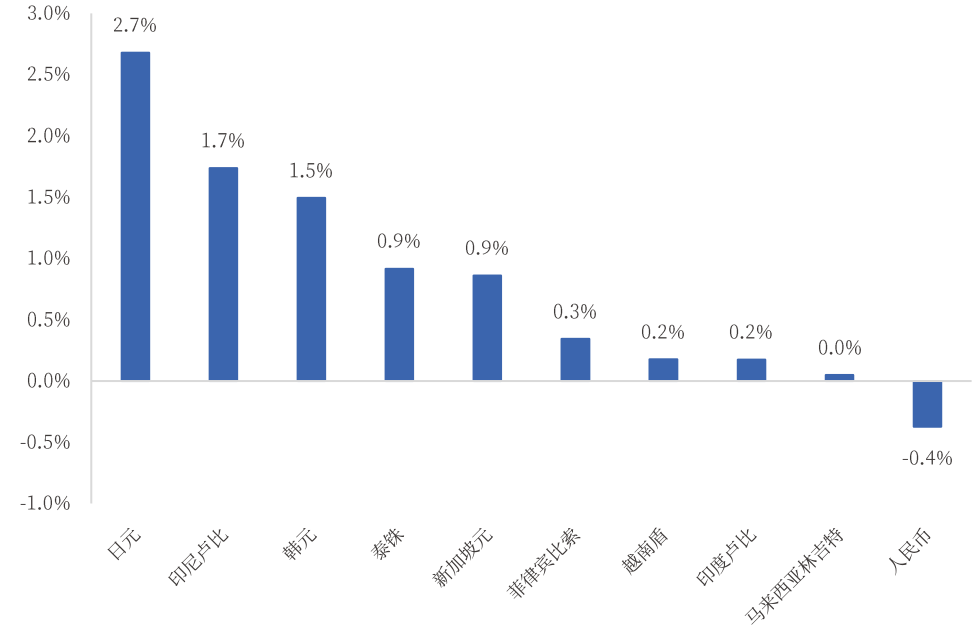
下载日志已记录，仅供内部参考

三、汇率：美联储加息，亚洲货币普遍贬值

美联储与日本央行同步加息，亚洲货币普遍贬值，仅人民币逆势升值。直接标价法下，日元贬值 2.7%领跌：日本央行虽加息至 1.25%创 1995 年以来新高，但 7:2 的分裂投票削弱鹰派信号，加息落地后美日利差仍处高位，日元由上期升值 3.0%转为本期最大贬值。韩元贬值 1.5%次之。东盟六国普遍走弱，印尼卢比贬值 1.7%，新元、泰铢均贬值 0.9%，比索贬值 0.3%，越南盾贬值 0.2%，林吉特持平。人民币升值 0.4%为区内唯一走强货币。

印尼卢比领贬但央行对冲措施托底。印尼卢比：美联储加息推升美元指数叠加油价高企扩大进口支出、新兴市场组合资金外流，决议前一日美元兑卢比走弱；央行虽按兵不动，但分层上调对冲激励、双市场干预与 LCT 激励配合，卢比在尾段有所企稳，贬值斜率较月中放缓。新元与泰铢：新加坡资本项目管理下波动相对可控，泰铢受区域最低利率的利差劣势拖累。马来西亚林吉特：在出口强劲与央行偏鹰表态支撑下实现平衡，成为东盟内最稳货币。

图22：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升值；以 9.13 日为基准

图23：美元兑新加坡元走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

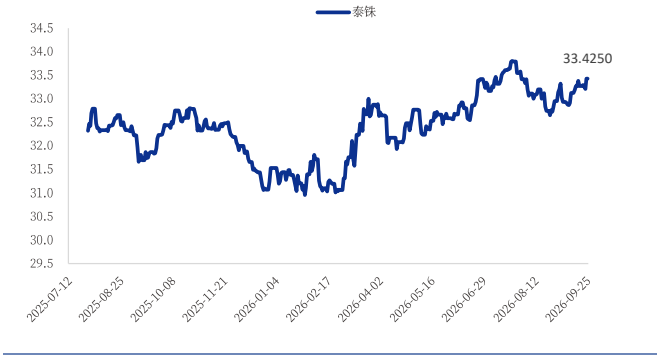
图24：美元兑马来西亚林吉特走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

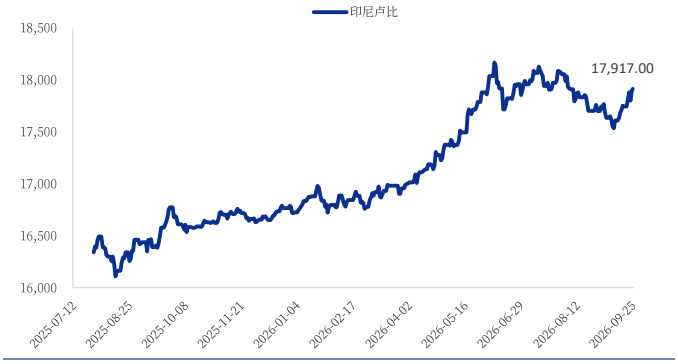
下载日志已记录，仅供内部参考

图25：美元兑泰铢走势



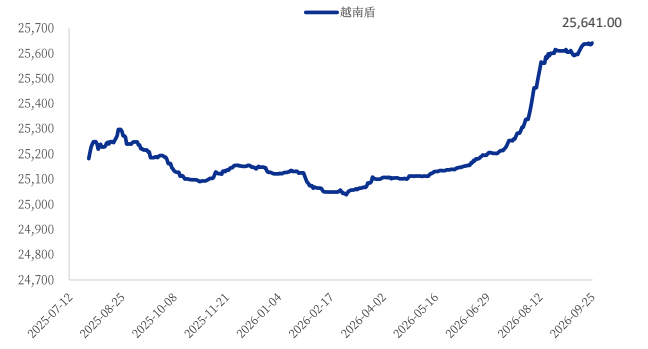
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图26：美元兑印尼卢比走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图27：美元兑越南盾走势



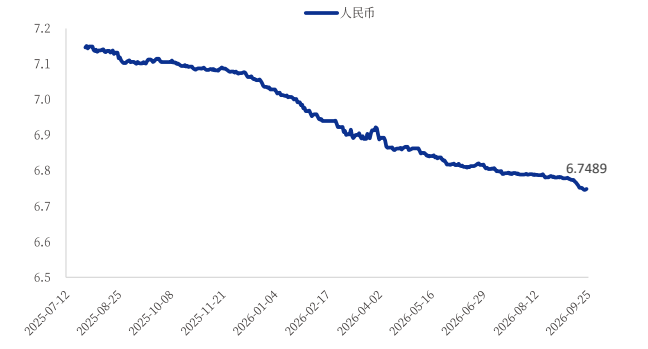
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图28：美元兑菲律宾比索走势



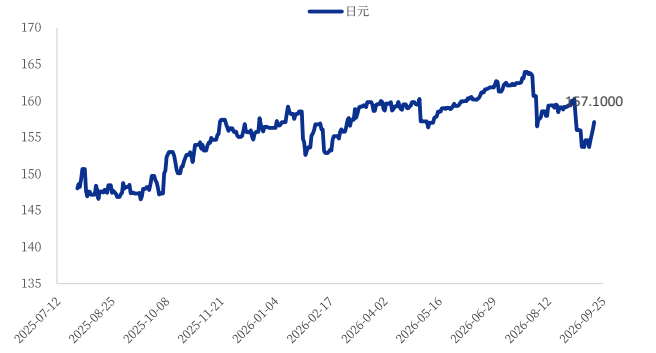
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图29：美元兑人民币走势



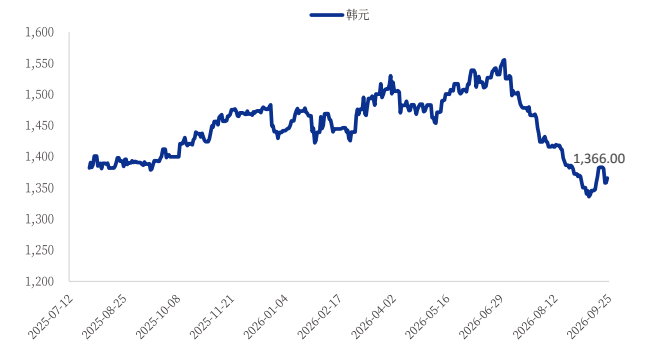
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图30：美元兑日元走势



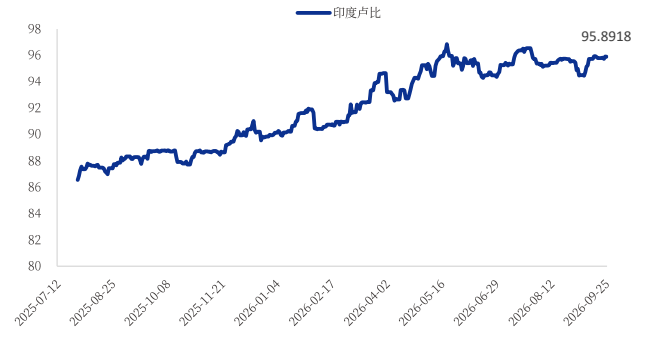
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图31：美元兑韩元走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图32：美元兑印度卢比走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

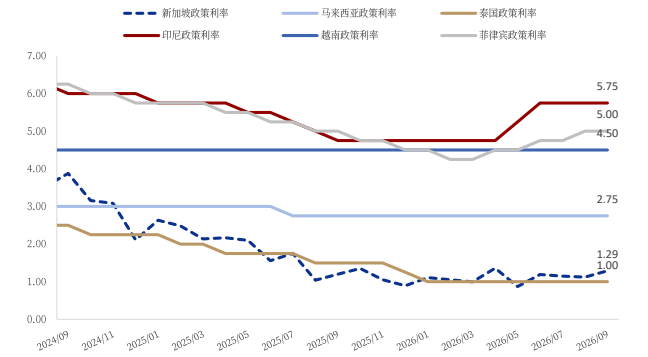
下载日志已记录，仅供内部参考

四、债券：政策利率进入观察期，外部约束显著收紧

东盟政策利率进入观察期。期内新加坡维持新元名义有效汇率政策不变，印尼（5.75%）、马来西亚（2.75%）、泰国（1%）、越南（4.5%）、菲律宾（5%）在此窗口期内均按兵不动。美联储 9 月 16 日加息 25BP 并暗示年内或再加息，日本央行 9 月 18 日加息至 1.25%。印尼央行 9 月 23 日维持 5.75%不变并分层扩大对冲激励，马来西亚央行按兵不动但表态偏鹰。全球利率中枢高位震荡，区域央行以稳汇率、稳预期为先，进一步加息空间受限。

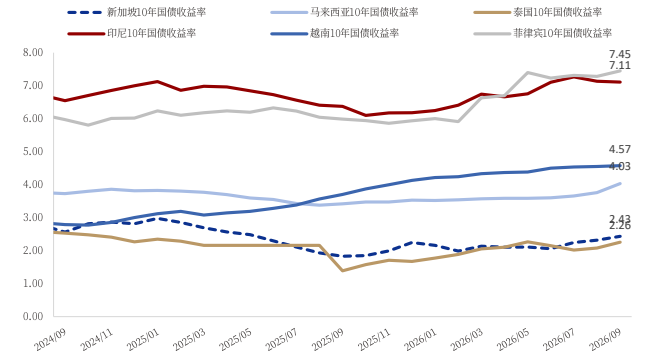
东盟长端收益率多数回落。马来西亚长端大幅回落 22BP 至 3.96%，是区域最大降幅，美联储加息落地后利空出尽叠加配置盘介入。印尼下行 15BP 至 7.01%、降幅较上期（-6BP）扩大，与其央行将“二级市场购买政府债券（SBN）”明确列为汇率干预工具直接相关，由此形成罕见的“债涨汇跌”组合，反映外资对印尼资产的汇率风险溢价并未真正下降。泰国持平于 2.29%，新加坡微升 2BP 至 2.48%，越南微升 1BP 至 4.58%。菲律宾逆势上行 12BP 至 7.57%，高通胀环境下“加息难稳长端”的特征延续，为区域内唯一显著走熊的市场。整体看，全球利率共振最陡峭的阶段或已过去，东盟内部分化由外资流向与通胀路径决定，区域长端转入高位震荡。

图33：东盟主要国家政策利率（%）



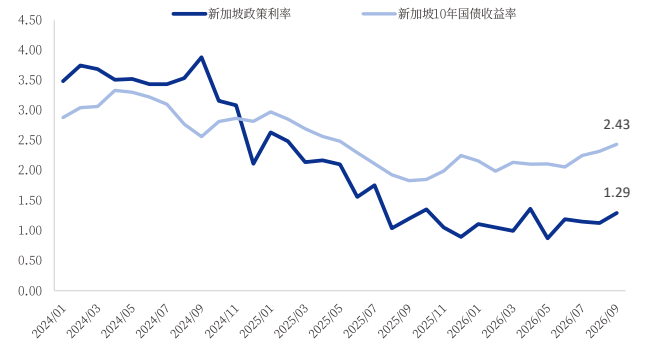
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图34：东盟主要国家 10 年期国债收益率（%）



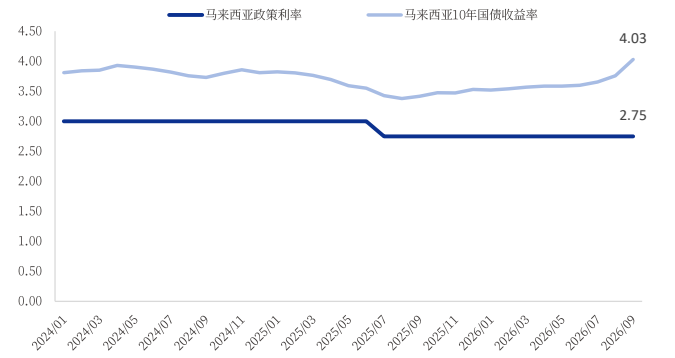
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图35：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

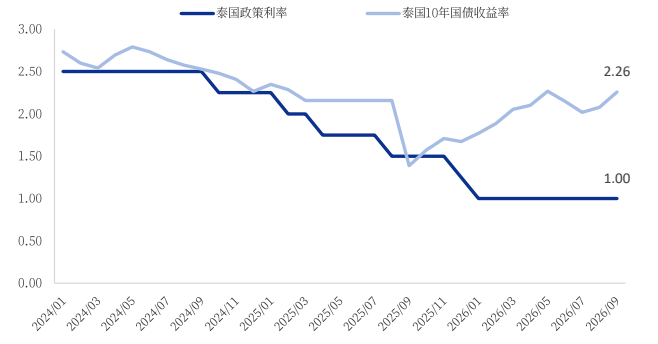
图36：马来西亚政策利率、10 年期国债收益率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

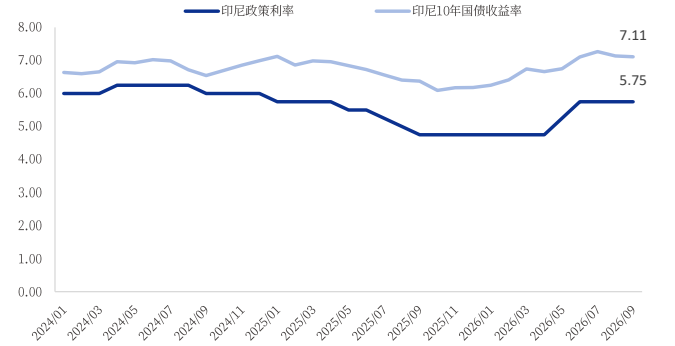
下载日志已记录，仅供内部参考

图37：泰国政策利率、10 年期国债收益率（%）



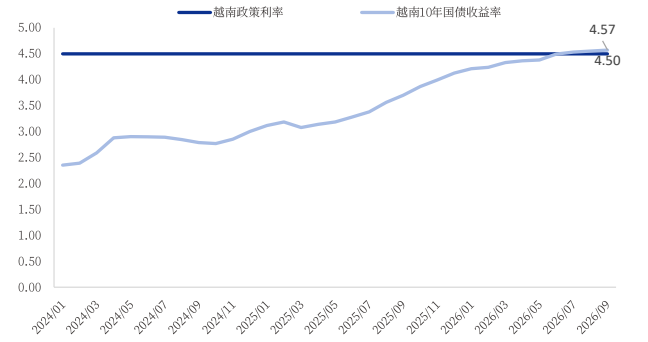
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图38：印尼政策利率、10 年期国债收益率（%）



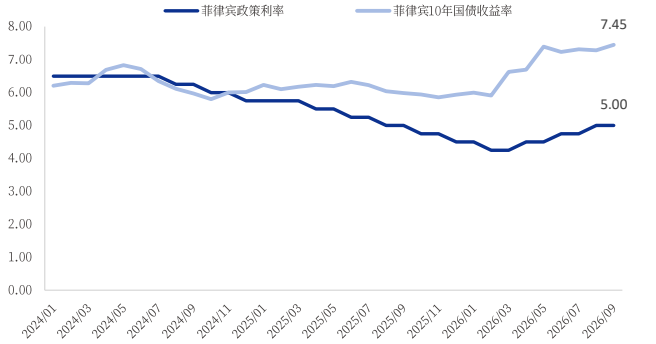
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图39：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40：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

下载日志已记录，仅供内部参考

五、商品：天然气领涨、农产品回调、金属窄幅震荡

本期大宗商品天然气领涨、农产品高位回调、金属窄幅震荡。**能源类：**NYMEX 天然气双周上涨 13.97%，月初以来上涨 15.07%，年初以来下跌 13.39%。**农产品：**马来西亚 FOB 棕榈油双周下跌 5.32%，月初以来下跌 2.73%，年初以来上涨 20.87%；天然橡胶双周下跌 1.70%，月初以来上涨 3.82%，年初以来上涨 26.79%。**工业金属：**镍双周下跌 0.62%，月初以来下跌 3.08%，年初以来下跌 2.01%；锡双周上涨 0.50%，月初以来下跌 3.01%，年初以来上涨 32.09%；铝双周下跌 0.61%，月初以来上涨 2.07%，年初以来上涨 9.64%。总体看，商品输入性压力边际缓和，资源国盈利内部分化加大。

表1：东盟重要大宗商品价格表现

品种	单位	9.11 收盘价	9.25 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	2.82	3.21	13.97%	15.07%	-13.39%
中国:FOB 离岸价:棕榈油(马来西亚)	美元/吨	1,315.00	1,245.00	-5.32%	-2.73%	20.87%
中国:现货领先价格:天然橡胶	美元/吨	2,819.48	2,771.64	-1.70%	3.82%	26.79%
期货结算价(连续):镍	美元/吨	18,776.65	18,661.00	-0.62%	-3.08%	-2.01%
现货结算价:LME 锡	美元/吨	53,755.00	54,025.00	0.50%	-3.01%	32.09%
现货结算价:LME 铝	美元/吨	3,274.00	3,254.00	-0.61%	2.07%	9.64%

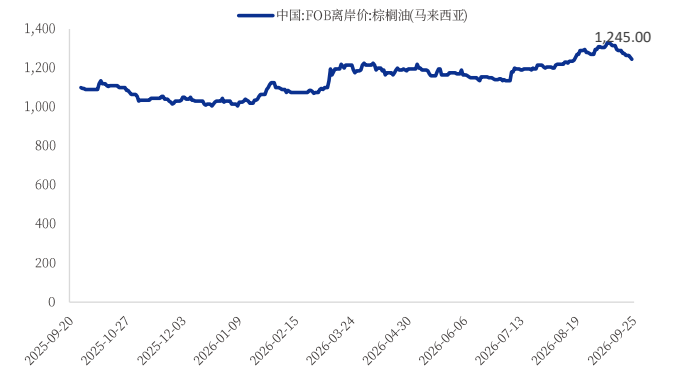
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图41：期货收盘价(连续):NYMEX 天然气（美元/百万英热单位）



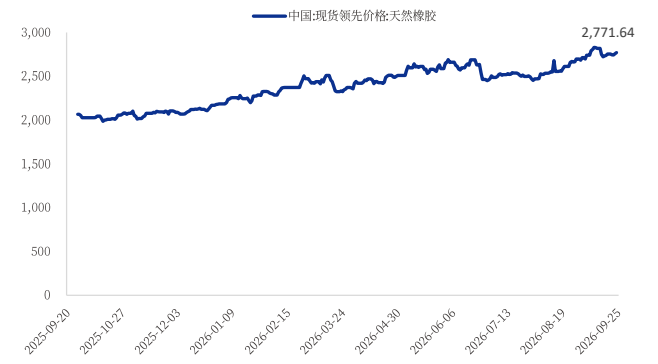
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图42：中国:FOB 离岸价:棕榈油(马来西亚)（美元/吨）



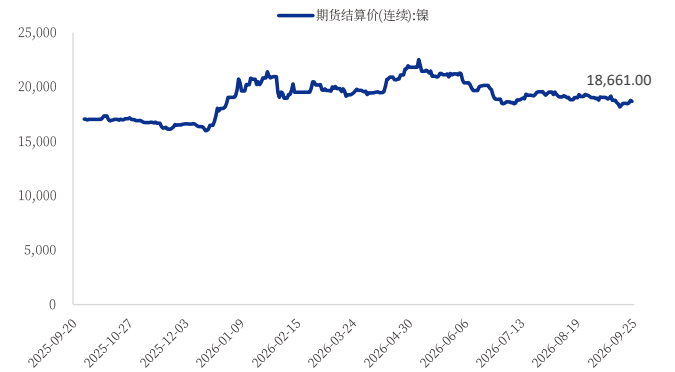
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图43：中国:现货领先价格:天然橡胶（美元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

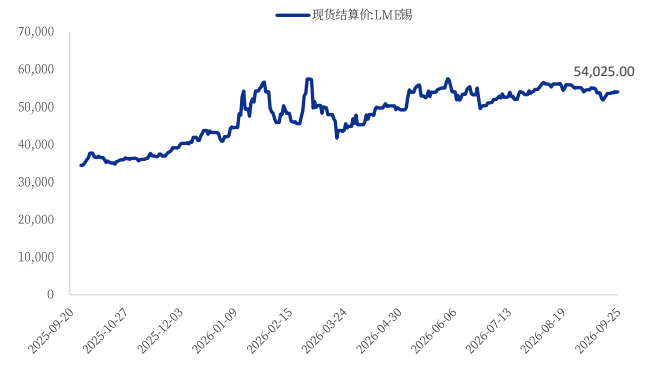
图44：期货结算价(连续):镍（美元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

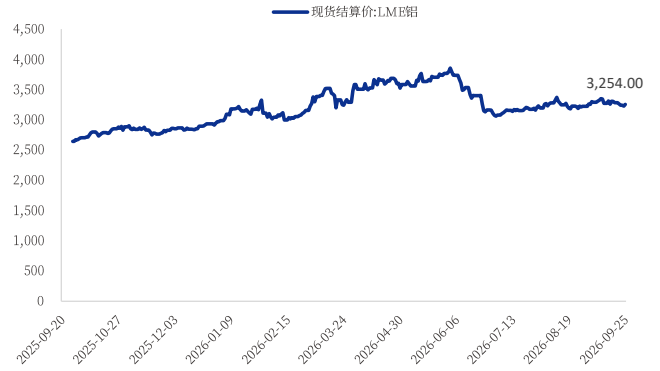
下载日志已记录，仅供内部参考

图45：现货结算价:LME 锡（美元/吨）



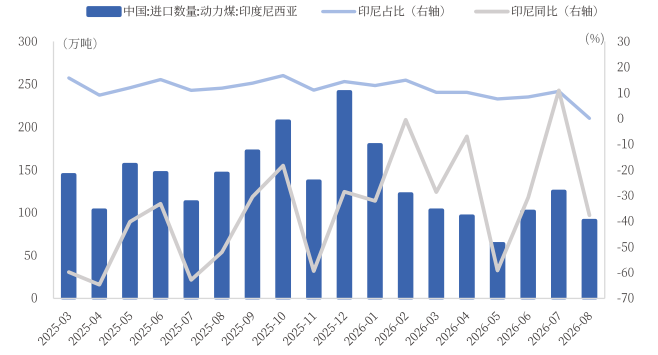
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图46：现货结算价:LME 铝（美元/吨）



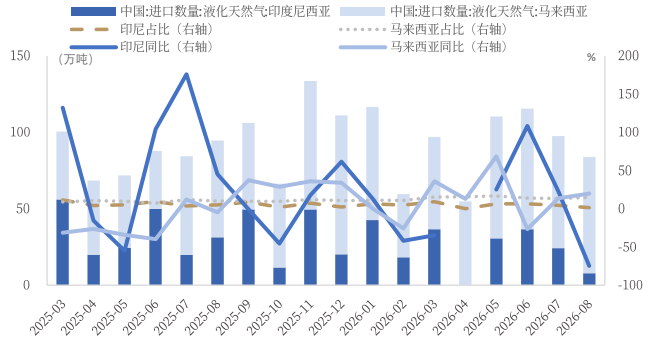
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图47：中国动力煤：东南亚进口情况



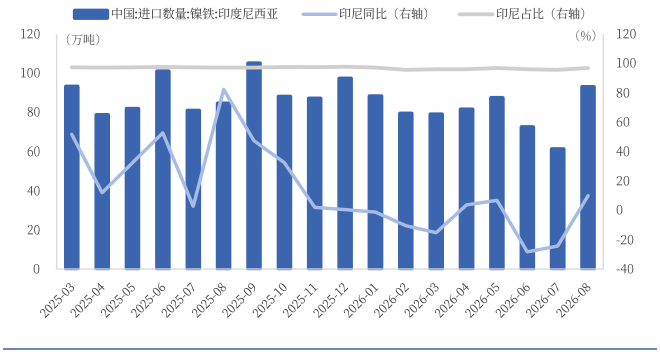
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图48：中国液化天然气：东南亚进口情况



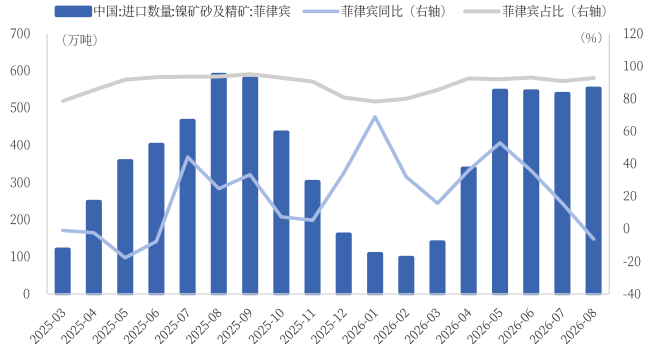
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图49：中国镍铁：东南亚进口情况



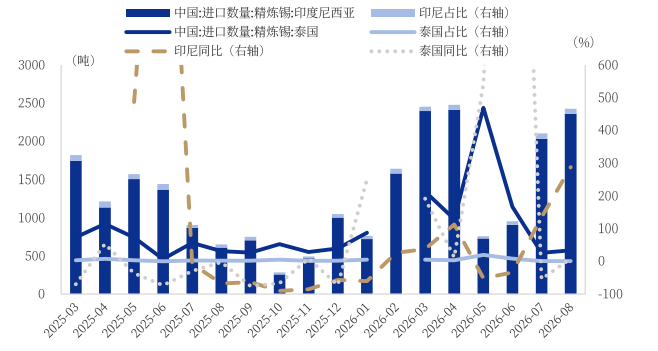
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图50：中国镍矿砂及精矿：东南亚进口情况



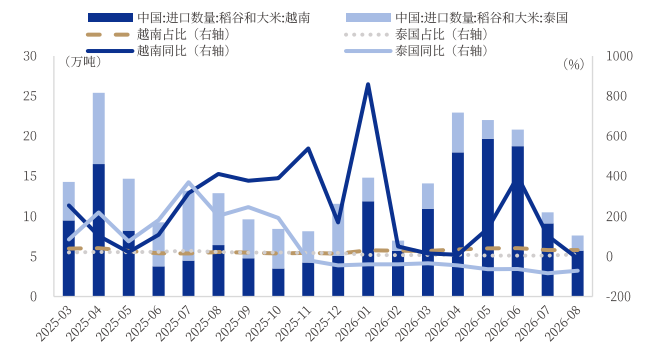
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图51：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

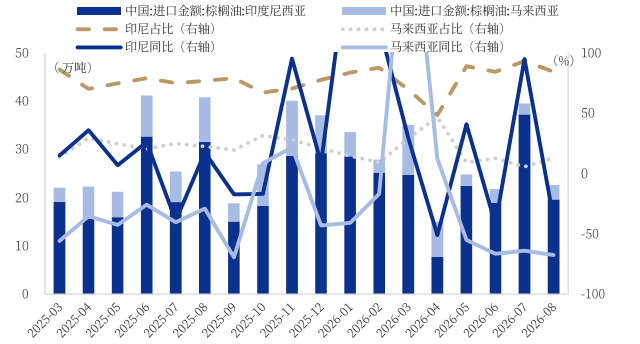
图52：中国稻谷和大米：东南亚进口情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

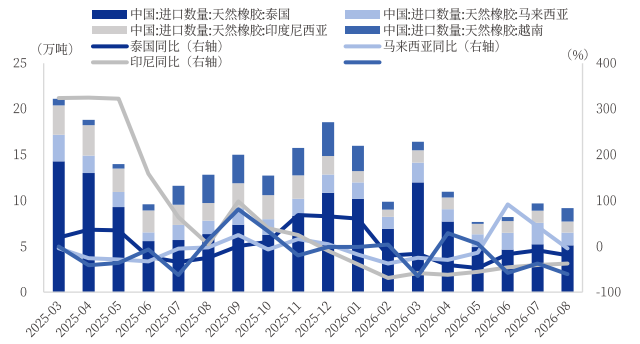
下载日志已记录，仅供内部参考

图53：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54：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

下载日志已记录，仅供内部参考

六、投资观点

报告期内东盟指数跌 1.16%。美联储政策路径与中东局势仍是主导东盟资产定价的两条外部主线。美债收益率攀升与地缘不确定性压力依旧扰动市场，能源成本的滞后传导效应仍在，但市场对能源成本失控的极端担忧明显缓释。与此同时，AI 周期的出口红利正与进口大增共同重塑区域外部平衡。

受地缘扰动与行业供需结构调整影响，东南亚细分行业走势分化、景气度差异显著。我们看好四大投资主线：

主线一：印尼政策红利驱动的估值修复。印尼财政瘦身、出口新政温和落地、加息周期临近尾声等多重政策利好共振，为估值修复提供核心催化。银行板块受益于利率周期节奏把握与资产质量稳健，印尼烟草新增消费税档位有望推动非法卷烟转合法，分层价位企业定价能力改善，必选消费与食饮板块受益于免费营养餐计划及投入成本回落提振，印尼电信板块正成为东南亚 AI 基础设施下一增量市场，电信行业资费修复趋势明确且估值处于周期低位，汽车板块商用车与电动车需求强劲，预计 26Q3 延续增长势头。

主线二：马来西亚供给侧收缩与消费降级的结构性机会。种植园板块受厄尔尼诺减产与印尼出口政策变化带来的替代需求双重支撑，生物柴油强制掺混政策进一步夯实需求底部，兼具盈利与估值双重逻辑。可选消费板块受益于消费降级趋势下的平价零售需求扩张，在居民购买力承压的宏观环境中逆势增长。

主线三：新加坡防御配置与业绩驱动的风格切换。新加坡银行体系稳健、防御属性较强，净息差担忧缓解后具备配置价值，REITs 分派收益率利差高，在高利率环境下防御性增长属性突出，适合作为组合底仓配置。

主线四：泰国旅游复苏与产业转型的弹性释放。泰国入境游客向好，中东局势缓和与非中国客源韧性需求为主要支撑，酒店和航空标的盈利弹性更强。医疗保健二季度盈利或已触底、下半年海外患者回流有望带动复苏但分化加剧，工业地产受益于数据中心战略基建平台转型，食饮板块畜禽价格坚挺且盈利复苏势头渐显，多条细分赛道具备边际改善空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

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
2026-09-29	新加坡	8 月进口、出口价格指数(2023 年=100)
2026-09-30	菲律宾	8 月 PPI:同比(%)
2026-09-30	泰国	8 月进口、出口额同比(%)
2026-09-30	菲律宾	8 月进口额:同比(%)
2026-09-30	菲律宾	8 月出口金额:当月同比(%)
2026-09-30	菲律宾	8 月贸易差额:当月同比(%)
2026-09-30	泰国	8 月贸易差额(百万美元)
2026-09-30	印度尼西亚	8 月存款/贷款/投资利率(%)
2026-09-30	马来西亚	8 月 M1、M2、M3:同比(%)
2026-09-30	美国	8 月 PCE、核心 PCE 物价指数同比及环比(%)
2026-09-30	美国	第二季度 PCE 价格指数:季调(终值)(2017 年=100)
2026-09-30	美国	第二季度核心 PCE 价格指数:季调(终值)(2017 年=100)
2026-09-30	美国	第二季度核心 PCE 价格指数:季调:环比折年率(终值)(%)
2026-09-30	美国	9 月 ADP 就业人数:季调(人)
2026-09-30	美国	9 月新增 ADP 就业人数:季调(人)
2026-09-30	中国	9 月官方制造业 PMI(%)
2026-09-30	中国	9 月官方非制造业 PMI:商务活动(%)
2026-09-30	中国	9 月官方综合 PMI:产出指数(%)
2026-10-01	印度尼西亚	9 月 CPI、核心 CPI 同比及环比(%)
2026-10-01	印度尼西亚	8 月进口、出口金额:同比(%)
2026-10-01	印度尼西亚	8 月贸易差额(千美元)
2026-10-01	美国	9 月 ISM 制造业 PMI
2026-10-02	美国	9 月平均时薪:季调(美元)
2026-10-02	美国	9 月失业率:季调(%)
2026-10-03	越南	9 月 CPI:同比(%)
2026-10-03	越南	9 月 CPI:环比(%)
2026-10-03	越南	9 月进口、出口金额:累计同比(%)
2026-10-03	越南	9 月进口、出口金额:当月值(百万美元)
2026-10-03	越南	9 月进口、出口金额:累计值(百万美元)
2026-10-05	泰国	9 月 CPI、核心 CPI 同比及环比(%)
2026-10-05	泰国	9 月 PPI:同比及环比(%)
2026-10-05	美国	9 月 ISM 服务业 PMI
2026-10-06	菲律宾	9 月 CPI、核心 CPI 同比及环比(%)
2026-10-07	印度尼西亚	9 月存款/贷款利率(%)
2026-10-07	印度尼西亚	9 月 7 天逆回购利率(%)
2026-10-07	中国	9 月外汇储备(亿美元)

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

八、风险提示

地缘冲突加剧的风险：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。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1： 今年美元兑亚太主要货币汇率变动趋势（%）.....4
图 2： 部分央行实际利率处于低位甚至为负.....4
图 3： 新加坡出口、进口同比增速（%）.....4
图 4： 新加坡分行业出口同比增速（%）.....4
图 5： 马来西亚进出口同比增速（%）.....5
图 6： 马来西亚出口分市场同比增速（%）.....5
图 7： 马来西亚 CPI 环比、同比增速（%）.....6
图 8： 马来西亚公用事业 CPI 同比增速（%）.....6
图 9： 2027 年财政赤字预测值为 3.3%.....7
图 10： 月度财政收支.....7
图 11： 2026 年上半年，印尼遭遇“股债汇”三杀，推动印尼卢比汇率回归均衡水平应是恢复经济稳定的首要任务.....8
图 12： 全球主要国家/地区股指双周涨跌幅.....10
图 13： 东南亚地区及主要国家股指双周涨跌幅.....10
图 14： 全球主要国家/地区股指年初以来涨跌幅.....10
图 15： 东南亚地区及主要国家股指年初以来涨跌幅.....10
图 16： 新加坡股指双周走势.....11
图 17： 马来西亚股指双周走势.....11
图 18： 泰国股指双周走势.....11
图 19： 印尼股指双周走势.....11
图 20： 越南股指双周走势.....11
图 21： 菲律宾股指双周走势.....11
图 22： 美元兑亚太主要货币汇率变动趋势.....12
图 23： 美元兑新加坡元走势.....12
图 24： 美元兑马来西亚林吉特走势.....12
图 25： 美元兑泰铢走势.....13
图 26： 美元兑印尼卢比走势.....13
图 27： 美元兑越南盾走势.....13
图 28： 美元兑菲律宾比索走势.....13
图 29： 美元兑人民币走势.....13
图 30： 美元兑日元走势.....13
图 31： 美元兑韩元走势.....13
图 32： 美元兑印度卢比走势.....13

下载日志已记录，仅供内部参考

图 33：东盟主要国家政策利率（%）.....14
图 34：东盟主要国家 10 年期国债收益率（%）.....14
图 35：新加坡政策利率、10 年期国债收益率（%）.....14
图 36：马来西亚政策利率、10 年期国债收益率（%）.....14
图 37：泰国政策利率、10 年期国债收益率（%）.....15
图 38：印尼政策利率、10 年期国债收益率（%）.....15
图 39：越南政策利率、10 年期国债收益率（%）.....15
图 40：菲律宾政策利率、10 年期国债收益率（%）.....15
图 41：期货收盘价(连续):NYMEX 天然气（美元/百万英热单位）.....16
图 42：中国:FOB 离岸价:棕榈油(马来西亚)（美元/吨）.....16
图 43：中国:现货领先价格:天然橡胶（美元/吨）.....16
图 44：期货结算价(连续):镍（美元/吨）.....16
图 45：现货结算价:LME 锡（美元/吨）.....17
图 46：现货结算价:LME 铝（美元/吨）.....17
图 47：中国动力煤：东南亚进口情况.....17
图 48：中国液化天然气：东南亚进口情况.....17
图 49：中国镍铁：东南亚进口情况.....17
图 50：中国镍矿砂及精矿：东南亚进口情况.....17
图 51：中国精炼锡：东南亚进口情况.....17
图 52：中国稻谷和大米：东南亚进口情况.....17
图 53：中国棕榈油：东南亚进口情况.....18
图 54：中国天然橡胶：东南亚进口情况.....18

表 1：东盟重要大宗商品价格表现.....16
表 2：全球财经日历.....20

下载日志已记录，仅供内部参考

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程 曦 0755-83471683 chengxi_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