下载日志已记录，仅供内部参考

证券研究报告|行业投资策略
银行
行业评级 强于大市（维持评级）
2026年10月29日

华福证券 HUAFU SECURITIES CO.,LTD.

迎接趋势的拐点

——利率、流动性与银行资负展望

证券分析师：
林虎 执业证书编号：S0210526040004

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster
请务必阅读报告末页的重要声明

下载日志已记录，仅供内部参考

核心观点

➢ ***基本面与政策面：短期回稳，长期或迎接拐点***

- **政策周期：**从周期角度上看，国内的各类经济政策落地存在以年为维度的周期性；从经济情况角度上看，对比924与当下，在GDP增长、外部利率环境、股市走势上看压力均小于924，短期内增量政策进一步加码的必要性不强。
- **四季度还能期待什么政策？**梳理2021-2025年下半年经济政策(以存量政策为主)，26H2下半年或延续该趋势，政策以存量政策的落实为主。
- **政府债供给：今年的发行扰动因素或在27年弱化。**当前投资强调有效投资和内生增长，淡化规模、强调效益，地方债发行节奏偏慢，明年伴随审查机制的进一步完善预计该影响因素弱化。2026年、2027年地方债供给节奏或类似于2021年、2022年，预计2027年地方债供给前置，5、6月份为供给高峰。
- **经济与投资层面，基数效应贡献下，明年大概率逐季走高。**内生动力方面，下半年存量政策落地后，基建投资预计有所修复；制造业投资受益于采矿、AI等行业的利润增长，预计也有结构性的投资修复。此外从基数效应来看，四季度基数效应贡献下稳增长的压力或有限。27年经济修复的内生动能或有改善。一是化债政策过后重心向经济增长偏移，二是五年规划进入落地期，三是明年各项投资基数先高后低，27年经济修复动能或逐季改善。

➢ ***机构行为：负债驱动的“债牛”***

- 当前机构负债端相较资产端抬升，对长久期资产偏好提升，这或是当前机构行为最核心的变量，机构均面临短期（盈亏平衡需要打平）和长期（久期风险逐步暴露）的两难选择。
- **中小银行：**两项收入增长压力增加下，更注重配置政金。调结构的方式包括：增配政金债+增加直接投资占比。负债端成本相对资产端上行（即息差收窄），久期上偏好更长期限债券。
- **公募基金：**三季度债市收益率弱化；短债基金、中长债基增长承压，固收+产品规模扩张；规模诉求下，超长债配置占比显著高于历年。
- **银行理财：**后续月度出表/回表力度预计均较弱，理财基于规模压力，业绩基准较高（2.34%），对债市亦需要被动乐观。
- **股债跷跷板：**股市上行或不影响债市、股市调整利好债市。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

核心观点

➢ ***利率与流动性：利率“货币财政化”***

- **降息：必要性或较强。**当前的存款非银化原因是政策利率（1.4%的OMO）和市场利率（1.25%的3Y定存）倒挂，这不仅使得资金流向了能给予更高收益率的非银后返存入银行套利，导致银行“缺稳定负债”；还使得政策利率对市场利率的引导作用减弱。
- **资金脱媒对市场的影响。**一是对机构行为的影响：配置盘力量减弱，交易盘力量增强；二是对曲线形态的影响：长端定价权转移至交易盘，利率曲线陡峭化。
- **央行：货币财政配合性增强，资金不冗余在银行体系。**政府债发行同步于央行净投放，发行高峰过后流动性自然收敛；资金不冗余在大行体系内，大行融出规模与央行流动性投放关联度不高。
- **DR合意中枢或在1.1%-1.15%。**DR001受政策利率&市场因素影响，而1M国债仅受市场因素影响，政策利率和市场利率的“脱节”使得资金面“自发性宽松”和央行“经常性敲打”。当前DR001/1M国债收益率分位数在历史85%水平，而2024年以来50%分位数对应的DR001为1.12%。
- **同业存单：股市跷跷板效应显著。**每年一季度的存单定价取决于上个季度（即26Q4）的赚钱效应。
- **利率：**日历效应来看四季度债市一般表现不差，而短端当前性价比有限。

➢ ***专题：中美利差、汇率与通胀影响机理解析***

➢ **中美通胀与利率走势分化货币政策“以我为主”：**①2018年12月13日，易纲行长提出“中国的货币政策应坚持以我为主，保持货币政策的有效性，同时兼顾国际经济协调，争取有利的外部环境”；②2019年7月12日，在央行定期新闻发布会上公开提出“以我为主”。

➢ **为何不需要担心美债利率对中债利率的传导？四个原因：**①：能源结构以煤炭为主，通胀对国内PPI的传导作用有限，国内通胀更难影响PPI；②：对于出口导向型经济体，即使通胀上行，对利率的影响幅度也不大；③：美国的通胀周期是石油周期，而中国的通胀周期是PPI周期，短期（以年为维度）来看，通胀压力有限④：国内理论利率水平低于市场利率水平，故理论利率中枢上行不会影响当前利率。

➢ **风险提示：经济增长超预期下滑，财政政策力度不及预期，国际经济及金融风险超预期等。**

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

- 政策面及基本面：短期回稳，长期或迎接拐点
- 机构行为：负债驱动的“债牛”
- 利率与流动性：利率“货币财政化”
- 专题：中美利差、汇率与通胀影响机理解析
- 风险提示

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

国内的政策周期规律

➢ ***国内的各类经济政策落地存在以年为维度的周期性***



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

资料来源：iFind，华福证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

国内的政策周期规律

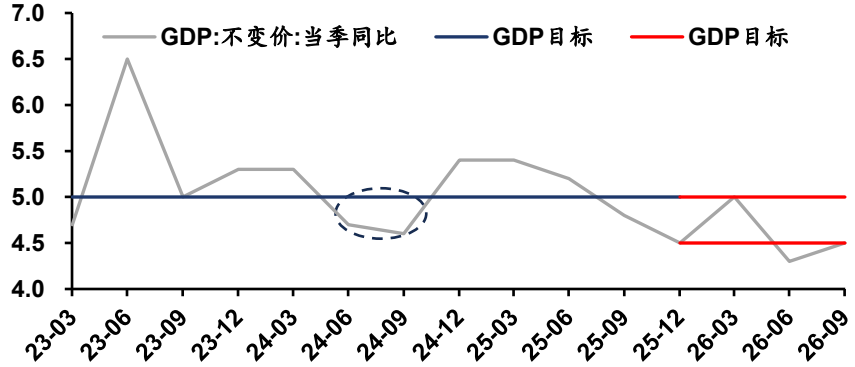
➢ ***短期内增量政策必要性不高***

- 924政策背景在于：①GDP连续两个季度低于预期值，②上证综指逼近2700，③美联储处于降息周期，④拜登退选，哈里斯参选。而当前内外部环境均好于924。

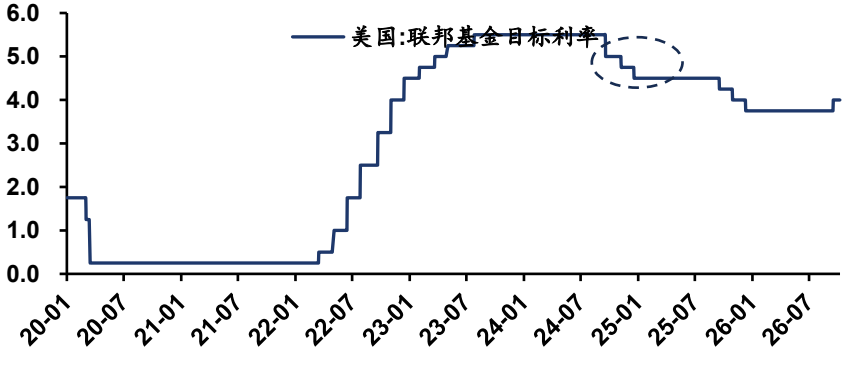
上证综指



GDP增长目标与季度GDP同比（单位：%）



美国联邦基金利率（单位：%）



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

资料来源：iFind，华福证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

国内的政策周期规律

➢ ***短期内增量政策概率不高，且下半年一般均有增量资金。***

下半年多为存量政策的落地

	主要政策
21H2	政策基调上强调跨周期调节，稳增长压力抬升。货币政策方面，7月、12月分别全面降准50bp，12月1年期LPR下调5bp，支农支小再贷款利率下调25bp。财政政策方面，继续落实减税降费政策，专项债发行节奏后置。
22H2	积极财政政策，货币政策稳健精准有力。货币政策方面，8月MLF、OMO调降10bp，带动LPR下调，结构性工具扩容，追加3000亿元政策性开发性金融工具，9月推出设备更新改造再贷款，引导银行下调存款利率。财政政策方面，盘活5000多亿元专项债结存限额。8月国常会推出稳经济一揽子政策。
23H2	积极财政提升效能，稳健货币政策精准有力。货币政策方面，8月MLF、逆回购利率下调，引导LPR利率下调，推出存量首套房贷利率下调政策，落实房贷利率动态调整机制，9月全面降准25bp。财政政策加快专项债发行使用，盘活存量资金。
24H2	积极财政政策，货币政策转为适度宽松。9月降准降息，创设两项结构性货币政策工具，持续推进存量房贷利率调降。
25H2	恢复国债买卖等。

近五年下半年多有新增资金

年份	预算调整规模
2020	-
2021	-
2022	盘活约5000亿元专项债结存限额，主要支持基础设施和在建项目建设+政策性金融工具7400亿元
2023	增发国债1万亿，重大自然灾害重建+经济稳增长需求
2024	2024年10月，中央财政安排使用4000亿元地方政府债务结存限额，主要用于补充地方综合财力，支持化解存量政府投资项目债务、消化政府拖欠企业账款，缓解基层财政收支矛盾+2万亿置换债
2025	安排使用5000亿元地方政府债务结存限额+5000亿元政策性金融工具
2026	5500亿元（2500专项债结存限额，3000亿元一般债务结存限额）

资料来源：iFind，金融时报，经济日报，证券时报，人民银行，华福证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wanecaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

今年地方债发行扰动因素，在27年或弱化

➢ ***今年地方债发行偏慢有客观原因***

- 中央在“十五五”规划中对投资的定调更加克制，强调有效投资和内生增长，要求“避免过度超前建设和低效无效投资”，淡化规模、强调效益。
- 2017年全国金融工作会议后，地方举债环节实行终身负责制和倒查责任；2026年4月国办发将终身负责制扩围至项目决策环节。

十五五规划加码投资

	十五五规划
投资	加快构建**有效投资内生增长机制**，保持投资合理增长，提高投资综合效益，更好发挥投资对支撑国家战略、优化供给结构、满足民生需求的作用
提高政府投资收益	优结构：聚焦惠民生、补短板、增动能。1）统筹硬软，“两重”+投资于人（“一老一小”服务、基层医疗卫生、普通高中和优质高等教育扩容、职业技能培训）；新型基础设施和无形资产投资
	提效率：强化战略规划引领、项目谋划储备论证和事中事后监管，**避免过度超前建设和低效无效投资**；探索编制全口径政府投资计划
	资金：优化地方债管理，自审自发；新型政策性金融工具
统一大市场	**规范地方政府经济促进行为**，制定地方政府招商引资鼓励和禁止事项清单，加强招商引资信息披露

地方债发行审查政策

时间	会议/文件	表述
2017/7/15	全国金融工作会议	总书记：各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，**终身问责，倒查责任**
2024/3/6	经济主题记者会	财政部：严格落实地方政府举债**终身问责**制和债务**问题倒查**机制
2026/4/15	《关于深化投资审批制度改革的意见》	国办：实行政府投资**项目决策终身负责**制，对违规决策造成重大损失、恶劣影响的领导人员和直接责任人员要严肃追究责任
2026/7/30	《关于在全党开展树立和践行正确政绩观学习教育的通知》（以下简称《通知》）	决定自2026年春节假期后，到7月底为止，以县处级以上领导班子和领导干部特别是“一把手”为重点对象，开展树立和践行正确政绩观学习教育。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

资料来源：政府官网，人民日报，经济日报，财政部，新华社，中国基金报，华福证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

27年地方债供给或集中在5-6月

➢ ***2021年、2022年政府债供给节奏不同，可类比2026年、2027年***

- 2021年1-6月，地方债净融资进度40%，2026年1-6月，地方债净融资进度54.8%，均较为后置。
- 2022年5-6月，地方债净融资53.8%。
- *核心结论：考虑到政策周期，预计明年的地方债供给节奏更为前置，类似于2022年。*

2022年地方债供给前置，且集中在Q2（单位：%）

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
1月	18.0%	7.5%	14.6%	11.3%	3.8%	6.5%	10.5%
2月	28.0%	7.4%	25.5%	20.6%	9.9%	24.0%	24.6%
3月	34.7%	11.3%	36.5%	30.9%	14.1%	36.1%	33.8%
4月	39.7%	19.6%	39.7%	35.2%	14.9%	43.4%	38.8%
5月	66.4%	31.8%	60.7%	44.1%	24.2%	51.0%	46.1%
6月	65.3%	40.0%	93.5%	48.3%	27.6%	60.7%	54.8%
7月	65.3%	48.4%	91.6%	52.3%	30.4%	71.8%	61.4%
8月	86.9%	58.4%	94.2%	64.9%	42.4%	78.4%	70.4%
9月	97.8%	68.5%	92.6%	67.5%	58.7%	84.6%	80.8%
10月	103.0%	82.8%	102.3%	88.8%	67.2%	88.7%	
11月	97.3%	94.1%	99.4%	98.3%	84.6%	97.7%	
12月	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	

2019-2026年地方债供给节奏

年份	上半年发行特征	节奏定性	宏观及政策背景
2019年	1月即启动招标，一季度地方债集中放量，开启前置模式	强前置	经济下行压力加大，补短板稳基建；人大授权地方债限额提前下达制度落地
2020年	一季度专项债快速落地，抗疫特别国债年中发行	强前置	疫情冲击，财政政策靠前对冲，要求资金尽快形成实物工作量
2021年	上半年发行缓慢，大部分额度集中在下半年 / 四季度发行	后置	经济修复态势较好，稳增长压力小，财政无需年初发力
2022年	一季度供给放量	强前置	地产下行、内需偏弱，稳增长压力上升，财政靠前发力托底基建
2023年	一季度地方债发行温和，供给压力不大，全年节奏相对平稳	偏后置	经济弱修复，维持靠前发力，但不追求一季度高强度集中发行
2024年	一季度地方债发行偏弱	后置	持续稳增长，提前批落地，但财政发力节奏更平滑
2025年	地方债发行前置	强前置	“自审自发” 试点扩围、土储专项债重启、资本金范围扩大
2026年	地方债发行温和，供给压力不大	偏后置	更加积极的财政政策

资料来源：iFind，经济日报，证券时报，第一财经，中国财经报，华福证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

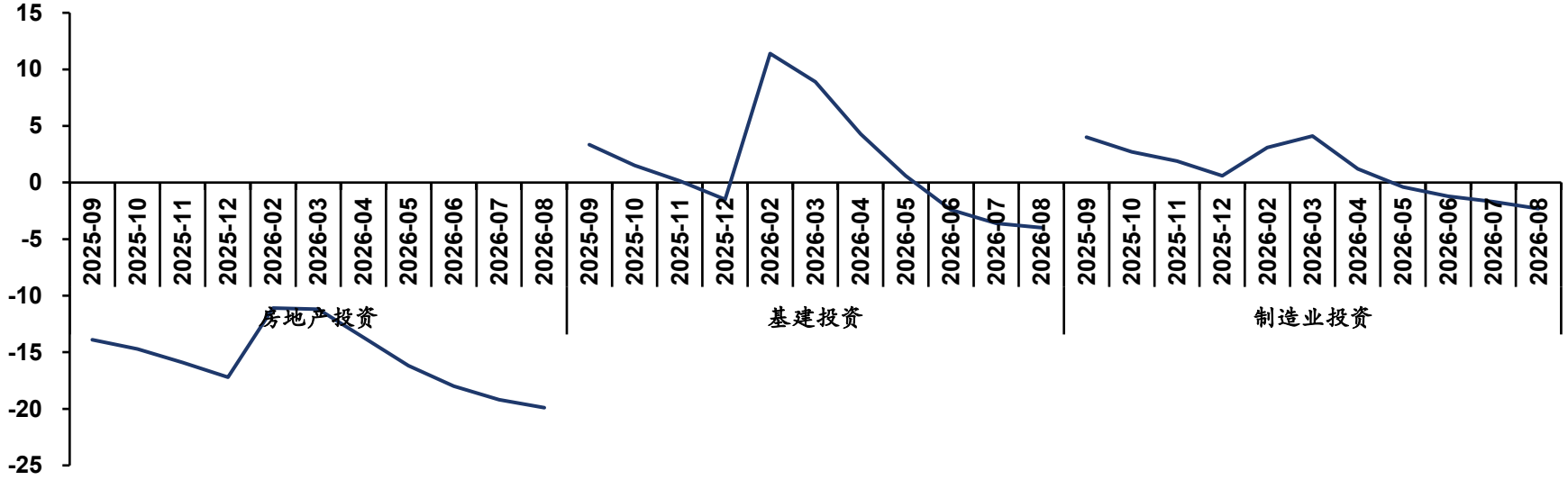
下载日志已记录，仅供内部参考

四季度各项经济数据压力或有限、27年经济修复动能或改善

➢ ***基数效应贡献下，明年大概率逐季走高***

- 内生动力方面，下半年存量政策落地后，基建投资预计有所修复；制造业投资受益于采矿、AI等行业的利润增长，预计也有结构性的投资修复。此外从基数效应来看，四季度基数效应贡献下稳增长的压力或有限。
- **27年经济修复的内生动能或有改善。**一是化债政策过后重心向经济增长偏移，二是五年规划进入落地期，三是明年各项投资基数先高后低，27年经济修复动能或逐季改善。

固定投资分项累计同比增速（单位：%）



资料来源：iFind，华福证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

- 政策面及基本面：短期回稳，长期或迎接拐点
- 机构行为：负债驱动的“债牛”
- 利率与流动性：利率“货币财政化”
- 专题：中美利差、汇率与通胀影响机理解析
- 风险提示

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

国有大行：配置力量提升，久期偏好逐步拉长

➢ ***国有大行：买债规模提升，久期拉长至3-10Y***

- 从前三季度利率债净买入规模来看，2024-2026年大行净卖出2.10万亿元、2.97万亿元、0.94万亿元，净卖出规模下降。
- 从久期上看，前三季度，大行对于1-3Y债券净买入规模变化不大、3-10Y整体增配，10Y以上期限净卖出规模增加。
- *核心结论：3-5Y、5-7Y是大行当前偏好的债券久期。*

大行净买入利率债规模（单位：亿元）

利率债净买入	≤1Y	1-3Y	3-5Y	5-7Y	7-10Y	10-15Y	15-20Y	20-30Y	>30Y	合计
2024年	**1,960**	**1,711**	**-3,291**	**-2,127**	**-10,504**	**-1,259**	**-3,140**	**-4,151**	**-247**	**-21,049**
第一季	2,156	-63	-2,187	-465	-3,139	-398	-908	-1,081	-44	-6,128
第二季	-1,198	-730	-854	339	-2,937	-619	-1,262	-1,526	-68	-8,856
第三季	1,003	2,504	-250	-2,002	-4,428	-242	-970	-1,544	-135	-6,065
2025年	**-2,517**	**4,173**	**-4,194**	**-1,221**	**-9,735**	**-544**	**-3,961**	**-11,111**	**-551**	**-29,662**
第一季	-596	38	-1,660	-982	-4,102	-714	-1,228	-2,799	-111	-12,154
第二季	-1,810	269	-1,913	-765	-4,509	-204	-1,927	-4,268	-207	-15,334
第三季	-111	3,866	-621	526	-1,124	374	-806	-4,045	-234	-2,174
2026年	**-175**	**4,276**	**3,240**	**2,508**	**826**	**-346**	**-6,115**	**-12,871**	**-779**	**-9,435**
第一季	-528	1,429	218	836	724	-317	-1,978	-2,152	-139	-1,907
第二季	185	1,391	1,990	610	570	-57	-2,772	-6,333	-278	-4,693
第三季	168	1,456	1,032	1,063	-469	28	-1,365	-4,386	-362	-2,835

大行买入各个期限债券目的

期限	主要目的
1Y以内债券	大行净买入主要作为“流动性保险”，较少基于“收益逻辑”。1Y以内短债对大行而言功能如：超额备付金替代（流动性好）、改善LCR/HQLA一级资产、与央行开展质押式回购等等。
1-3Y期限债券	大行买入主要作为“合意收益率的底仓配置”，存在与同业存单之间的比价，且久期适中、与主流的1-3Y定期存款久期直接匹配。持有一方面考虑骑乘收益，另一方面对如Δeve指标的压力也不会太大，使得1-3Y较超长债更为“指标友好”。
3-5Y期限债券	当前可能是大行的配置盘主力，一方面5Y债券流动性尚可，另一方面当前3Y以内国债收益率可能已经低于大行负债端成本与FTP成本，继续作为配置盘增配性价比不高，3-5Y是银行从“流动性管理”到“收益率考核”的分水岭。
5-10Y期限债券	具备拉久期博弈+信贷不足下的资产替代目的，其曲线更陡，但受IRRBBB约束更大，一般计入AC账户锁定票息。
10-30Y超长端	大行买卖主要基于一级承接与做实市，不是定价主力，但大行配置户一般会比价30Y国债与住房按揭之间的税后水平，即票息思维下的“债贷比价”。我们认为当前仅部分大行存在久期空间配置。

资料来源：iFind，华福证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

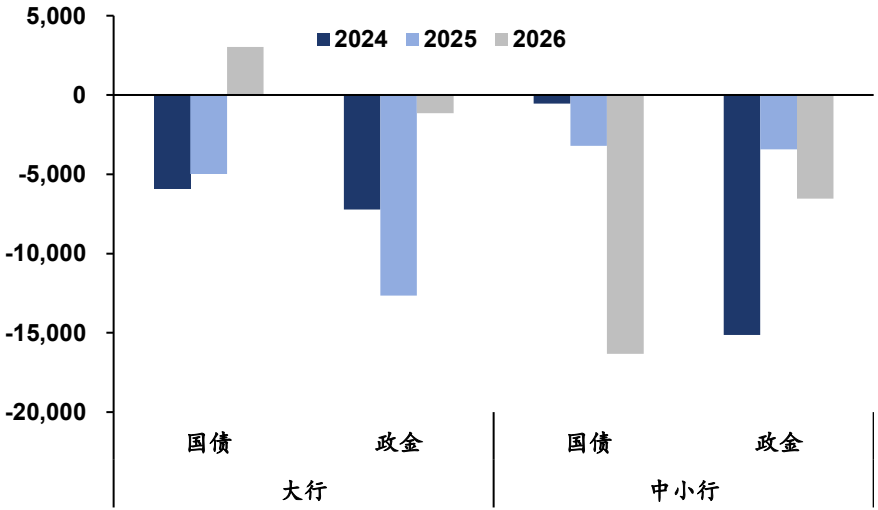
下载日志已记录，仅供内部参考

中小银行：两项收入增长压力增加下，更注重配置政金

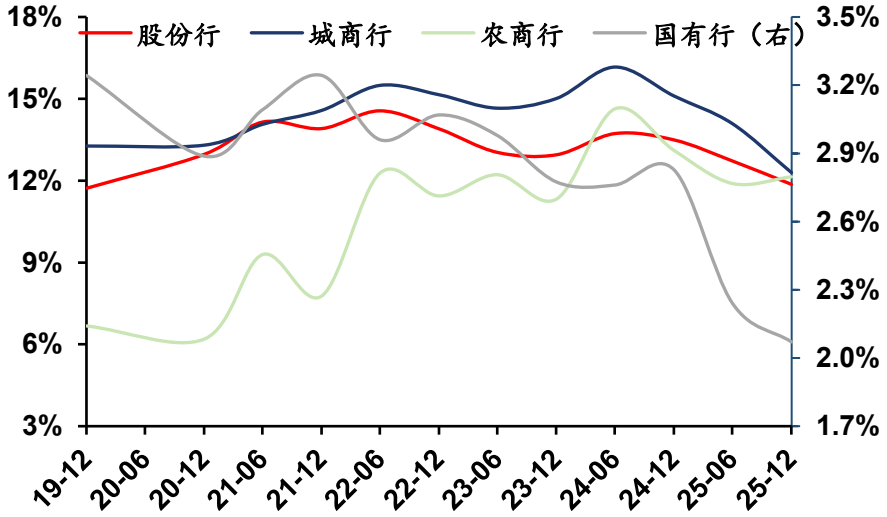
➢ ***中小银行：上层经营考核，影响金市投资偏好***

- 银行强调两项收入（净利息收入、中间业务收入）增长与所得税增长，基于此调结构诉求较强。
- 如何调结构？①政金票息高于国债且所得税更高、②委外收益计入投资收益，而直投买债计入净利息收入。

各类银行净卖出国债、政金债金额（单位：亿元）



银行配置基金规模下降（单位：%）



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

资料来源：iFind，华福证券研究所

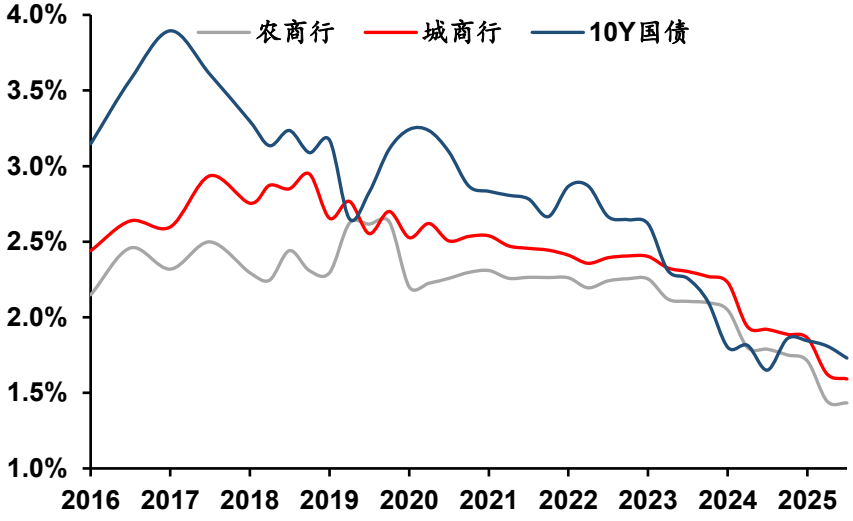
下载日志已记录，仅供内部参考

中小银行：负债端相对上行周期

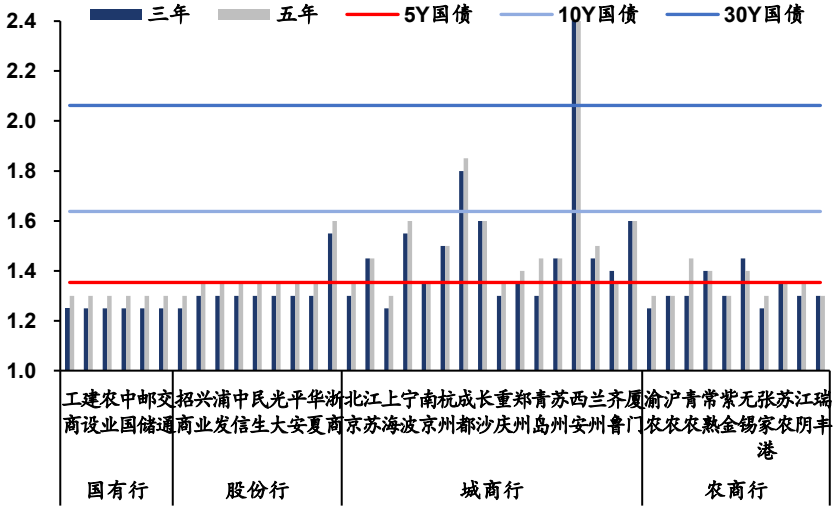
➢ ***中小银行：负债端相对资产端进入相对上行周期***

- 银行负债端成本的改善有利于债市，但这个只是短期视角。站在当下，银行新增负债端成本越提升，对于高收益资产的配置诉求则越强，反而会加大银行对长久期债券的追逐。银行当前在短期盈利与长期久期风险之间权衡。
- 存款利率的上调往往是从负债基础最薄弱银行开始的，近期部分银行存款利率开始提价，如8月大行重启5Y大额存单的发行，以及近期部分民营银行上调中长期存款利率。

10Y国债与城农商行负债端成本轧差收窄（单位：%）



银行挂牌与利率比价：数据截至10月26日（单位：%）



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

资料来源：iFind，银行官网，华福证券研究所

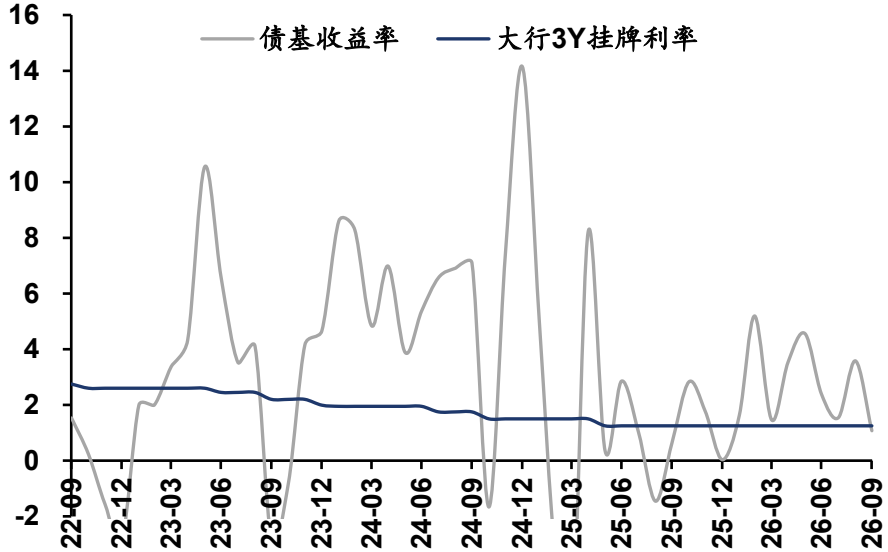
下载日志已记录，仅供内部参考

广义基金：非赚钱即回表下的债牛行情

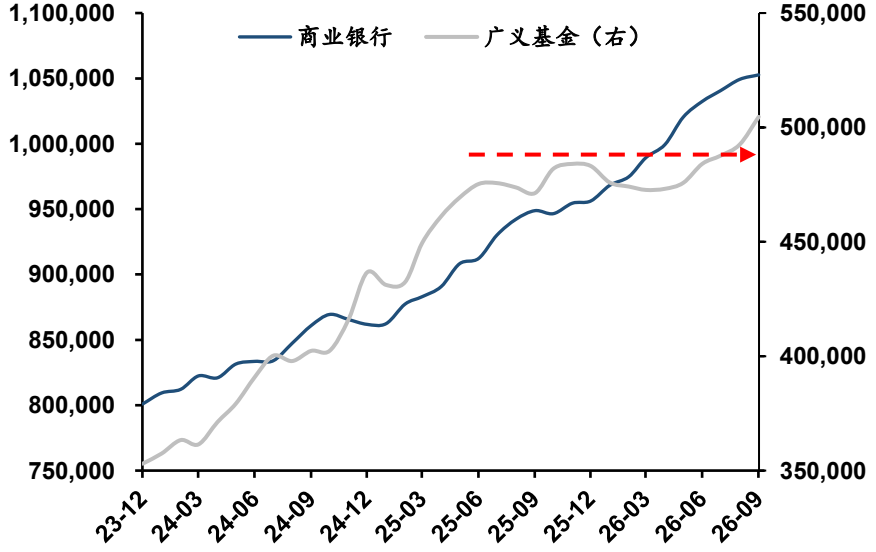
➢ ***广义基金：规模增速放缓***

- 2025年以来，债市收益率弱化，近三个月债基收益率中枢仅为2%（1.1倍杠杆、4Y久期）。
- 2025年以来，广义基金规模扩张放缓。

2025年，债市收益率弱化（单位：%）



广义基金持仓债券规模自2506以来没有明显扩张（单位：亿元）



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

资料来源：iFind，中债登，上清所，华福证券研究所

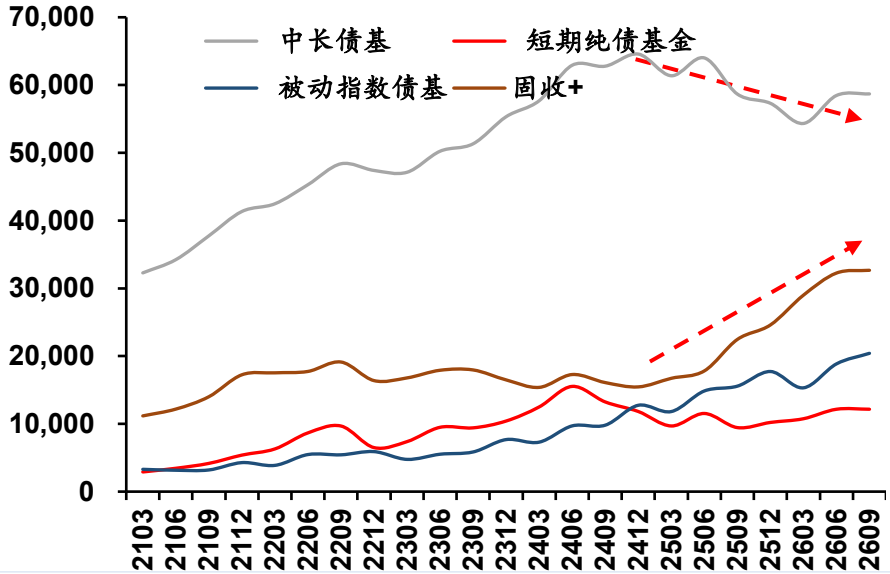
下载日志已记录，仅供内部参考

广义基金：非赚钱即回表下的债牛行情

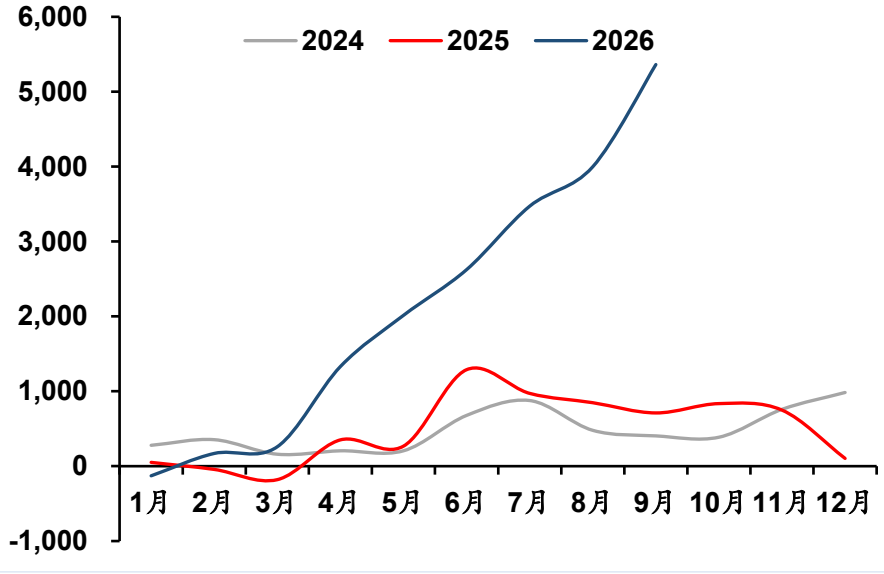
➢ ***广义基金：中长债基增速放缓，但买超长债规模增加***

- 2025年以来，短债基金、中长债基规模增长放缓，固收+产品规模扩张。
- 基金净买入20-30Y债券规模高于历年。

短债基金与中长债基增长一般（单位：亿元）



基金累计净买入20-30Y国债力度高于历年（单位：亿元）



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

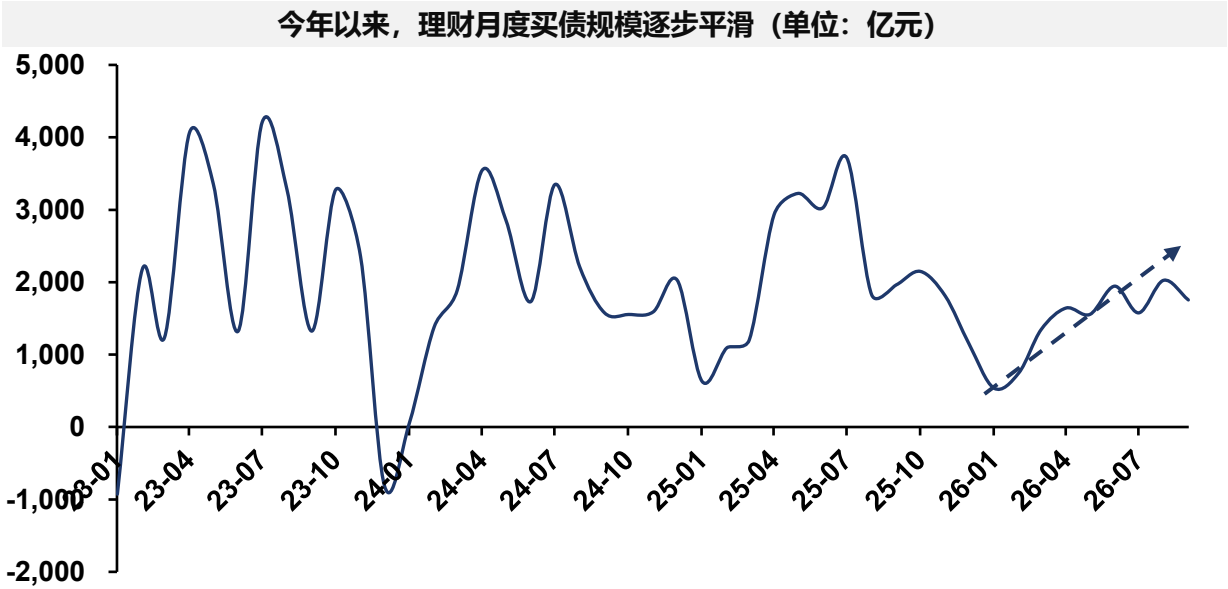
资料来源：iFind，华福证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

理财：出表/回表力度均减弱

➢ ***为何理财月度出表/回表力度均较弱？***

- 理财回表依赖于银行理财经理的主动引导，而当前银行理财产品代销增长明显（主要系银行为扩大中收、主动增加代销），银行理财经理引导理财回表的能力弱化。



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

资料来源：iFind，华福证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

理财：负债端成本进一步走高

➢ ***理财基于规模压力，业绩基准较高***

2026年，封闭式纯债类理财业绩集中高于2%（单位：%，只）

	6-12个月(含)		1-3年(含)		3-6个月(含)		3年以上		10Y国债	6-12M收益基准/10Y国债	1-3Y收益基准/10Y国债	1-3Y收益基准/10Y国债	3Y以上收益基准/10Y国债
	业绩中枢	理财数量	业绩中枢	理财数量	业绩中枢	理财数量	业绩中枢	理财数量					
2023年11月	3.45%	56	3.81%	90	3.05%	71	3.92%	5	2.67%	129%	143%	114%	147%
2023年12月	3.61%	53	3.89%	73	3.04%	62	4.33%	2	2.62%	138%	149%	116%	165%
2024年1月	3.49%	62	3.70%	101	2.98%	77	4.17%	5	2.51%	139%	147%	119%	166%
2024年2月	3.41%	55	3.55%	81	3.06%	65	4.36%	2	2.41%	142%	147%	127%	181%
2024年3月	3.36%	66	3.51%	112	3.11%	77	3.62%	3	2.31%	145%	152%	135%	157%
2024年4月	3.31%	83	3.46%	104	3.01%	98	3.76%	3	2.28%	145%	151%	132%	165%
2024年5月	3.35%	57	3.50%	98	3.02%	46	3.67%	7	2.30%	145%	152%	131%	159%
2024年6月	3.24%	68	3.41%	104	2.84%	42	3.50%	4	2.26%	143%	151%	126%	155%
2024年7月	3.15%	82	3.33%	110	2.86%	55	3.48%	1	2.24%	141%	149%	128%	155%
2024年8月	3.18%	63	3.50%	84	2.87%	46	3.48%	3	2.17%	146%	161%	132%	160%
2024年9月	2.80%	56	3.05%	70	2.72%	55	3.64%	6	2.10%	133%	145%	129%	173%
2024年10月	2.99%	54	3.09%	69	2.56%	92			2.15%	139%	144%	119%	
2024年11月	2.84%	64	3.12%	74	2.53%	84	3.33%	3	2.09%	136%	150%	121%	160%
2024年12月	2.84%	67	3.13%	106	2.47%	107	3.54%	3	1.80%	158%	174%	137%	197%
2025年1月	2.91%	64	3.10%	82	2.42%	74	3.15%	1	1.64%	177%	189%	148%	192%
2025年2月	2.87%	53	3.06%	83	2.31%	82	3.05%	1	1.67%	172%	183%	138%	182%
2025年3月	2.55%	70	3.08%	150	2.18%	69	3.06%	3	1.81%	141%	170%	120%	169%
2025年4月	2.44%	108	2.93%	131	2.22%	94	3.08%	3	1.67%	147%	176%	133%	184%
2025年5月	2.66%	88	2.91%	110	2.28%	66	2.90%	4	1.68%	158%	173%	136%	172%
2025年6月	2.59%	92	2.87%	135	2.25%	64	2.69%	11	1.65%	157%	174%	136%	163%
2025年7月	2.61%	114	2.88%	144	2.30%	89	2.90%	4	1.68%	156%	172%	137%	173%
2025年8月	2.60%	73	2.81%	115	2.20%	89	4.50%	2	1.75%	149%	161%	125%	257%
2025年9月	*2.33%*	*74*	*2.74%*	*108*	*2.21%*	*109*	*3.53%*	*2*	*1.86%*	*125%*	*147%*	*119%*	*190%*
2025年10月	***2.54%***	***41***	***2.66%***	***72***	***2.22%***	***98***	***2.77%***	***3***	***1.83%***	***139%***	***145%***	***121%***	***151%***
2025年11月	***2.31%***	***41***	***2.63%***	***110***	***2.21%***	***88***	***2.35%***	***3***	***1.82%***	***127%***	***145%***	***122%***	***129%***
2025年12月	***2.26%***	***67***	***2.66%***	***86***	***2.21%***	***85***	***2.51%***	***7***	***1.84%***	***123%***	***144%***	***120%***	***136%***
2026年1月	***2.34%***	***68***	***2.64%***	***83***	***2.08%***	***121***	***2.30%***	***5***	***1.85%***	***127%***	***143%***	***113%***	***125%***
2026年2月	***2.30%***	***96***	***2.67%***	***74***	***2.13%***	***88***	***2.44%***	***4***	***1.81%***	***127%***	***148%***	***118%***	***135%***
2026年3月	***2.28%***	***139***	***2.65%***	***117***	***2.11%***	***106***	***2.31%***	***4***	***1.81%***	***126%***	***146%***	***117%***	***127%***
2026年4月	***2.29%***	***171***	***2.75%***	***85***	***2.07%***	***150***	***2.34%***	***5***	***1.78%***	***128%***	***154%***	***116%***	***131%***
2026年5月	***2.31%***	***95***	***2.64%***	***84***	***1.99%***	***58***	***2.31%***	***4***	***1.75%***	***132%***	***151%***	***114%***	***132%***
2026年6月	***2.26%***	***111***	***2.63%***	***76***	***1.95%***	***57***	***2.35%***	***6***	***1.73%***	***131%***	***152%***	***112%***	***136%***
2026年7月	***2.34%***	***170***	***2.71%***	***66***	***2.10%***	***57***	***2.60%***	***9***	***1.74%***	***134%***	***156%***	***121%***	***150%***
2026年8月	***2.32%***	***98***	***2.81%***	***62***	***2.06%***	***34***	***2.26%***	***5***	***1.70%***	***137%***	***165%***	***121%***	***133%***
2026年9月	***2.29%***	***118***	***2.75%***	***83***	***2.00%***	***95***	***2.17%***	***5***	***1.68%***	***136%***	***163%***	***119%***	***129%***

资料来源：iFind，华福证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

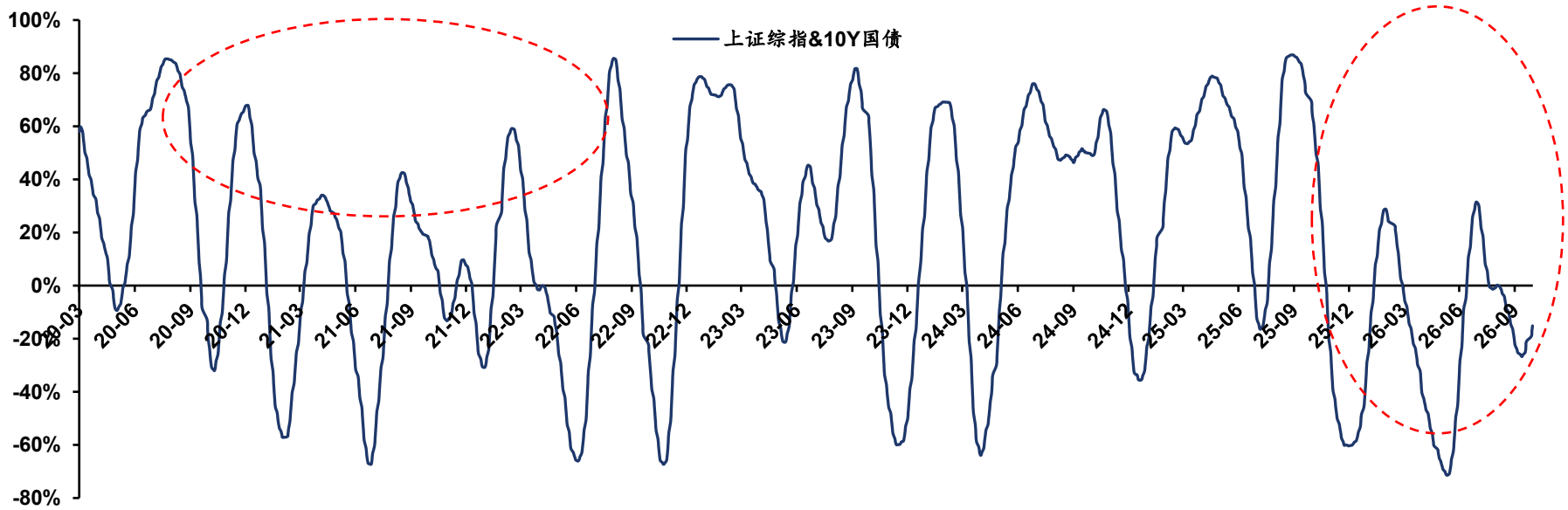
下载日志已记录，仅供内部参考

股债跷跷板：股市上行或不影响债市、股市调整利好债市

➢ ***2021年、2026年股债相关性均较弱***

- 2021年疫情后资金宽松，带动股市涨、利率下；2026年牛市预期+市场已预期存款到期，风偏资金已经分层，带动股市涨、利率下。

25Q4开始，股债关联度系统性走弱



资料来源：iFind，华福证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

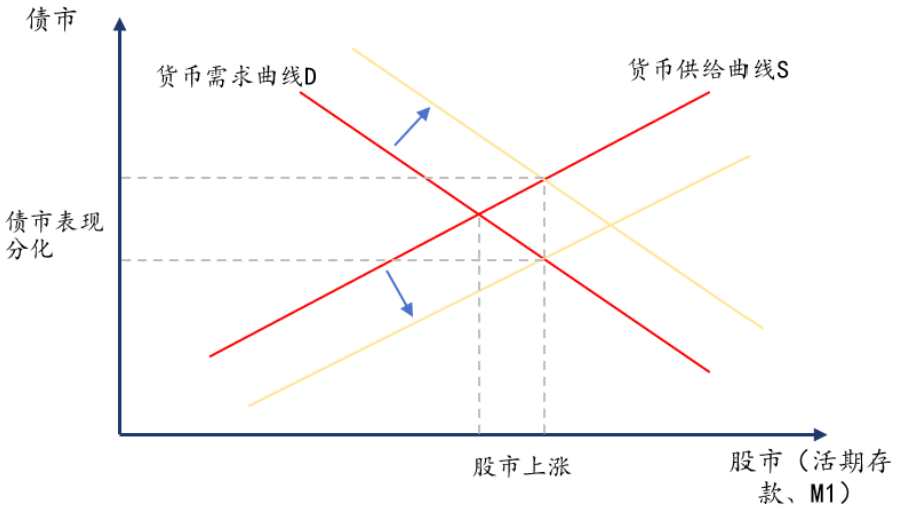
下载日志已记录，仅供内部参考

股债跷跷板：股市上行或不影响债市、股市调整利好债市

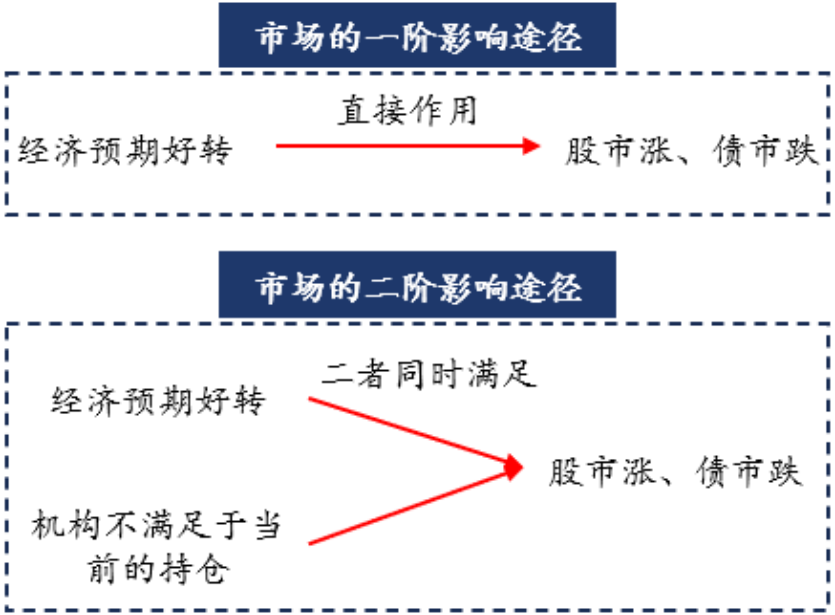
➢ ***2021年、2026年股债相关性均较弱***

- 2021年疫情后资金宽松，带动股市涨、利率下；2026年牛市预期+市场已预期存款到期，风偏资金已经分层，带动股市涨、利率下。

货币供需曲线对股债市的影响逻辑



资金流动对于股债市的两个影响逻辑



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

资料来源：华福证券研究所绘制

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

- 政策面及基本面：短期回稳，长期或迎接拐点
- 机构行为：负债驱动的“债牛”
- **利率与流动性：利率“货币财政化”**
- 专题：中美利差、汇率与通胀影响机理解析
- 风险提示

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

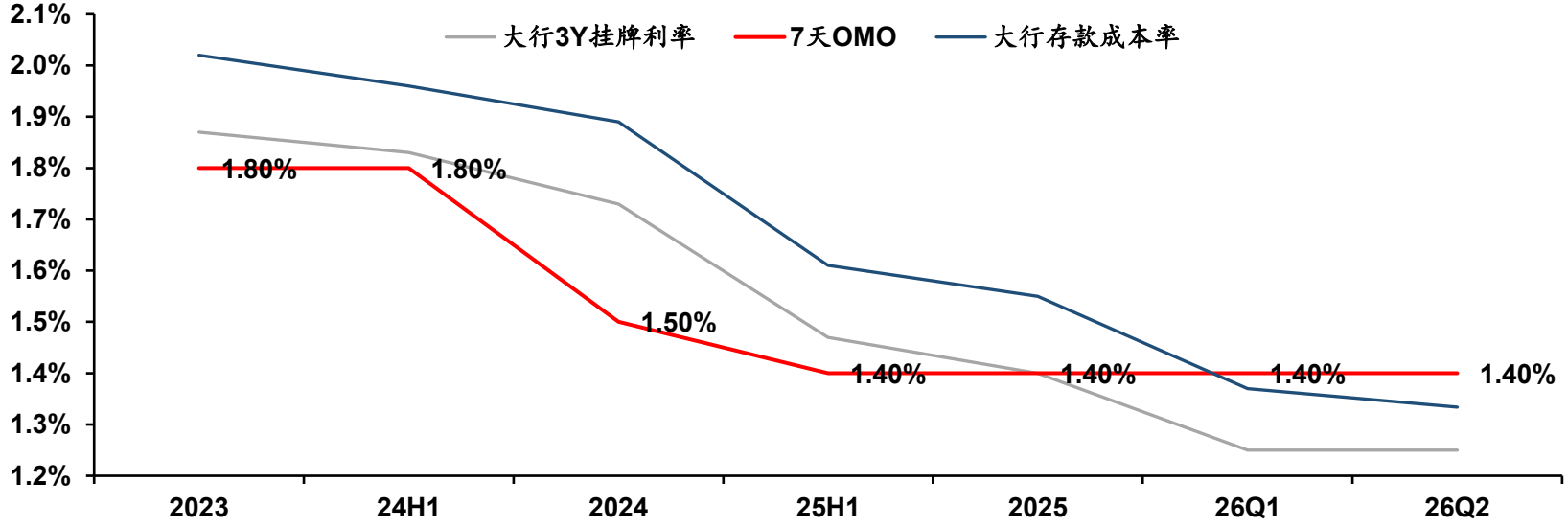
下载日志已记录，仅供内部参考

央行：降息的必要性或较强

➢ ***为何当前存款在脱媒？***

- 当前的存款非银化原因是政策利率（1.4%的OMO）和市场利率（1.25%的3Y定存）倒挂，这不仅使得资金流向了能给予更高收益率的非银后返存入银行套利，导致银行“缺稳定负债”；还使得政策利率对市场利率的引导作用减弱。
- 新形式的资金空转：贷款并没有派生普通存款（如果是冲量贷款，也应该派生活期存款），而派生为非银存款，表明部分资金去了资管产品或股市。

2026年以来，政策利率与市场利率倒挂，导致资金脱媒化



资料来源：iFind，各银行官网，华福证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

央行：降息的必要性或较强

➢ ***脱媒对市场的影响？***

- 对机构行为的影响：配置盘力量减弱，交易盘力量增强；
- 对曲线形态的影响：长端定价权转移至交易盘，利率曲线陡峭化。

非银行存款增长伴随着利率曲线陡峭化（单位：亿元，%）

	大型银行			中小型银行			30Y-10Y国债
1-8月	活期存款	定期存款	非银存款	活期存款	定期存款	非银存款	
2026	-2,518	34,872	48,759	1,737	46,977	13,356	0.46
2025	6,201	28,333	40,640	4,456	56,093	13,741	0.30
2024	-13,426	30,455	37,202	-31,907	77,012	126	0.19
2023	-12,409	72,949	13,316	-5,023	67,396	-5,189	0.35
2022	2,839	39,354	19,427	8,036	53,156	-4,897	0.49
2021	-1,795	22,230	9,946	-430	36,176	20,419	0.56
2020	7,585	25,486	10,523	9,720	41,406	2,658	0.72

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

资料来源：iFind，华福证券研究所

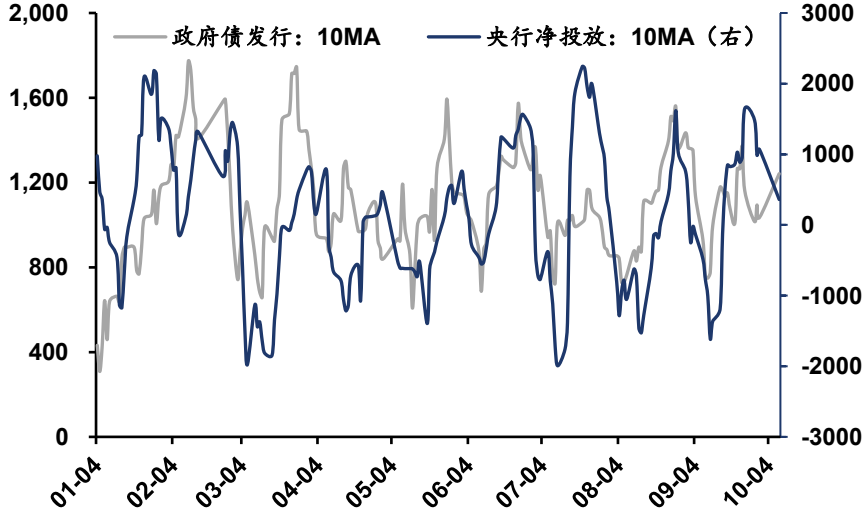
下载日志已记录，仅供内部参考

央行：货币财政配合性增强，资金不冗余在银行体系

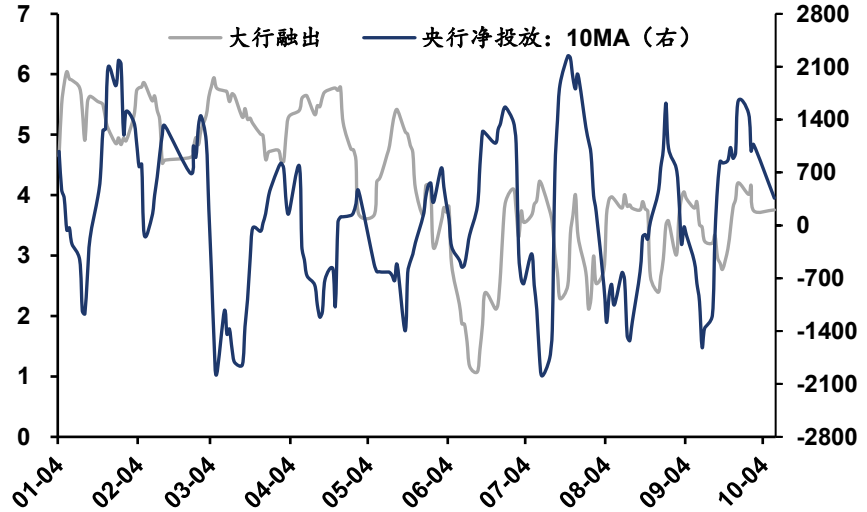
➢ ***央行流动性宽松主要为配合财政***

- 政府债发行同步于央行净投放，发行高峰过后流动性自然收敛。
- 资金不冗余在大行体系内，大行融出规模与央行流动性投放关联度不高。

央行流动性投放同步于政府债发行（单位：亿元）



大行融出与央行流动性投放关联度不高（单位：万亿元，亿元）



资料来源：iFind，华福证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

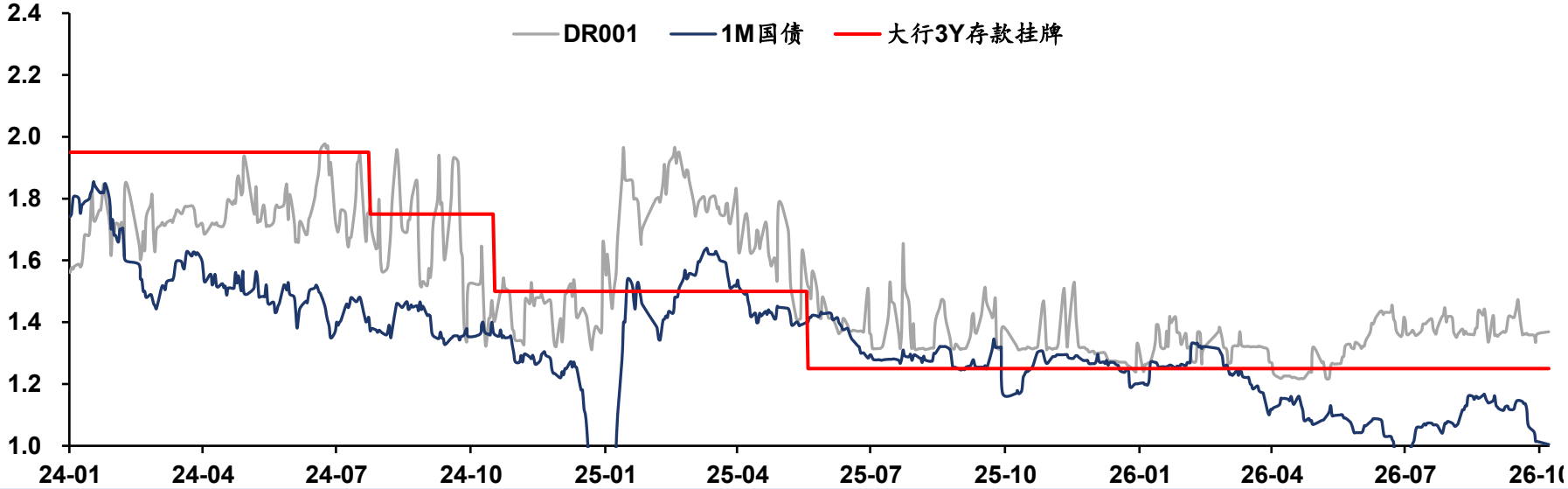
下载日志已记录，仅供内部参考

流动性：DR001比价1M国债

➢ ***货币与财政配合性增强，资金不冗余在银行体系***

- 短端资金基于比价因素下行，当前DR001/1M国债收益率分位数在历史85%水平，而2024年以来50%分位数对应的DR001为1.12%。
- 对比5月中资金利率最宽松时候，分位数也仅在40%水平。
- *如何理解这种差异？DR001受政策利率&市场因素影响，而1M国债仅受市场因素影响，政策利率和市场利率的“脱节”使得资金面“自发性宽松”和央行“经常性敲打”。*

1M国债与DR001比价（单位：%）



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

资料来源：iFind，华福证券研究所

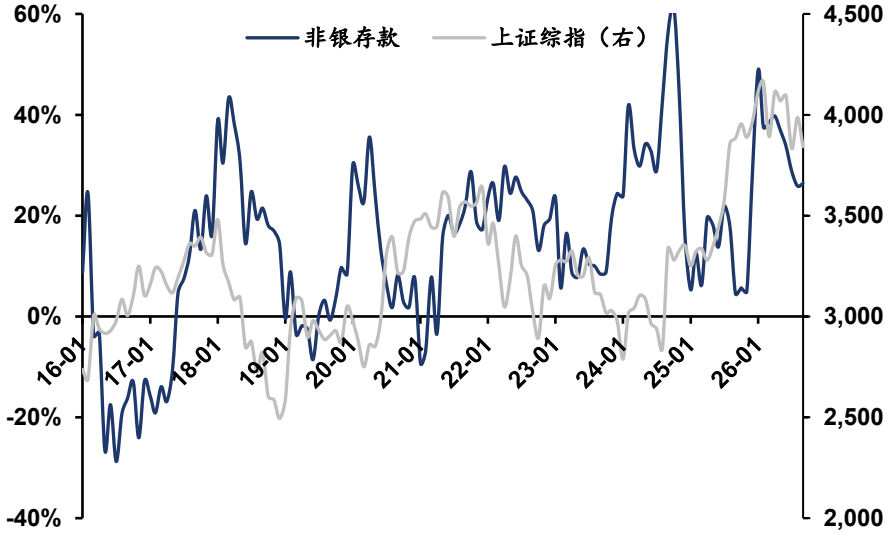
下载日志已记录，仅供内部参考

同业存单：股市跷跷板效应显著

➢ ***货币与财政配合性增强，资金不冗余在银行体系***

- 9月以来股市回调，结算类资金转为企业居民存款，有利于NSFR指标。

上证指数与非银行存款增速（单位：%）



NSFR指标分子端计算公式

资本与负债项目	可用稳定资金系数
（1）监管资本（含监管资本扣除项，但不包括剩余期限小于1年的二级资本工具） （2）有效剩余期限在1年及以上的其他资本工具，但不包括若行权将会使预期剩余期限降到1年以下的带有明确或嵌入期权的资本工具 （3）有效剩余期限在1年及以上的所有有担保和无担保借款和负债，包括定期存款，但不包括最终剩余期限1年以上的负债产生的1年以内的现金流	100%
来自零售和小企业客户的稳定存款，包括无确定到期日（活期）存款和剩余期限小于1年的定期存款	95%
来自零售和小企业客户的欠稳定存款，包括无确定到期日（活期）存款和剩余期限小于1年的定期存款	90%
（1）非金融企业客户提供的剩余期限小于1年的（有担保和无担保）融资 ***（2）业务关系存款*** （3）主权、公共部门实体以及多边和国家开发银行提供的剩余期限小于1年的融资 （4）以上所列之外的剩余期限在6个月到1年的其他有担保和无担保融资（包括中央银行和金融机构提供的剩余期限在6个月到1年的融资）	50%
（1）以上所列之外的其他负债和权益，包括中央银行和金融机构提供的剩余期限在6个月以内的融资 （2）无明确到期日的负债，包括空头和无到期日的头寸，但递延税负债和少数股东权益例外 （3）净稳定资金比例衍生产品负债大于净稳定资金比例衍生产品资产时，净稳定资金比例衍生产品负债与净稳定资金比例衍生产品资产的差额 （4）由购买金融工具、外汇和大宗商品产生的“交易日”应付款	0%

资料来源：iFind，国家金融监督管理总局，华福证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wencaiinfo.com/pdfmaster

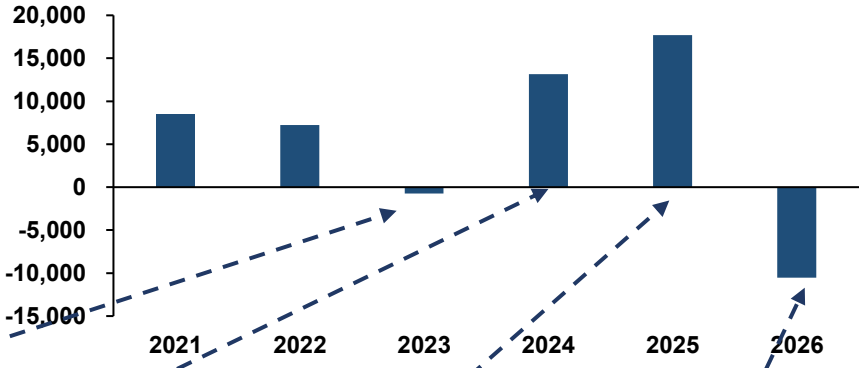
下载日志已记录，仅供内部参考

同业存单：下一关注点在27Q1

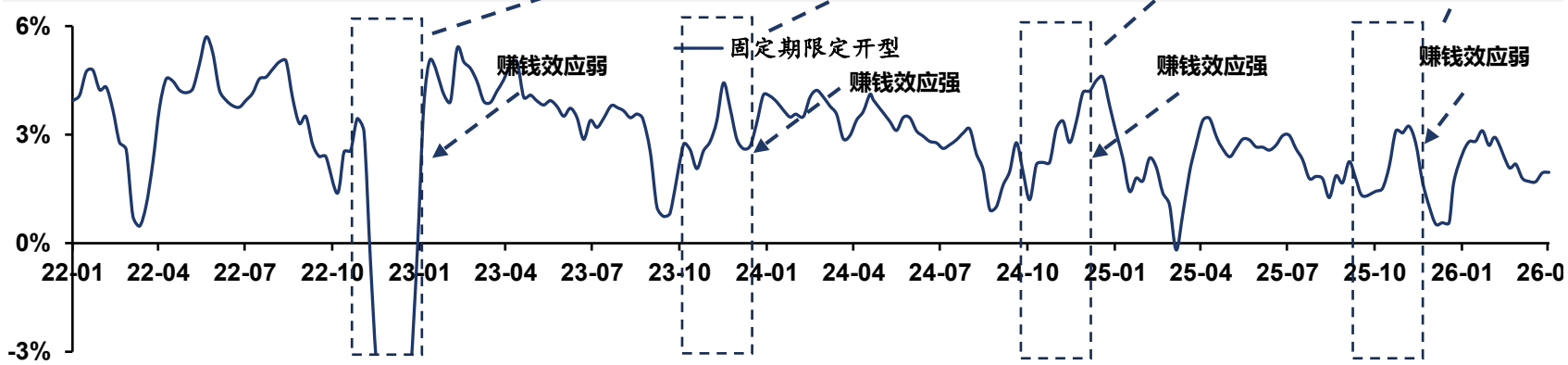
➢ ***27Q1存款到期是否脱媒，取决于上一季度市场的赚钱效应***

- 银行是否需要大规模发存单补充负债，取决于26Q4债市的赚钱效应。
- 24Q4：股债赚钱效应强，25Q1资金脱媒、债市大幅回调，存单利率上行。
- 25Q4：债市赚钱效应弱，26Q1资金脱媒较低，债牛+存单利率下行。

历年一季度银行存单净融资规模（单位：亿元）



理财月度收益率（单位：%）



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

资料来源：iFind，华福证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

日历效应：短期还可以乐观

➢ ***四季度债市表现一般不差***

- 方向上：10月、11月收益率多下行，12月债市抢跑下行幅度更大。
- 形态上：10月、11月国债30Y-10Y一般利差压缩，12月走阔。

30Y与10Y国债收益率利差变动（单位：%）

30Y-10Y	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2023年	2.17	1.96	-2.08	-2.37	3.16	-1.62	-2.15	-0.54	-1.81	-2.53	-2.93	-0.09
2024年	-5.64	-9.11	4.52	6.61	2.72	-4.02	1.07	-3.84	0.85	-1.58	-0.55	5.50
2025年	0.07	-4.78	1.99	-1.00	2.51	-1.06	2.64	5.90	8.60	-3.79	-0.38	7.62
2026年	5.77	1.95	3.77	-6.43	2.53	0.70	-2.95	-1.33	-4.24			
平均值	***0.59***	***-2.50***	***2.05***	***-0.80***	***2.73***	***-1.50***	***-0.35***	***0.05***	***0.85***	***-2.63***	***-1.29***	***4.34***
30Y	**1月**	**2月**	**3月**	**4月**	**5月**	**6月**	**7月**	**8月**	**9月**	**10月**	**11月**	**12月**
2023年	8.41	2.36	-6.97	-9.77	-6.22	-6.61	0.31	-10.76	9.95	-0.66	-5.51	-11.36
2024年	-17.87	-18.66	-0.22	7.88	1.70	-12.70	-4.57	-1.74	-1.01	-2.00	-13.25	-29.04
2025年	-4.46	3.75	11.76	-19.86	7.20	-3.49	8.39	19.25	10.86	-10.30	4.20	8.23
2026年	2.16	-1.64	7.95	-13.41	-1.30	3.10	-4.84	-3.91	-4.85			
平均值	***-2.94***	***-3.55***	***3.13***	***-8.79***	***0.35***	***-4.93***	***-0.18***	***0.71***	***3.74***	***-4.32***	***-4.85***	***-10.72***
10Y	**1月**	**2月**	**3月**	**4月**	**5月**	**6月**	**7月**	**8月**	**9月**	**10月**	**11月**	**12月**
2023年	6.24	0.40	-4.89	-7.40	-9.38	-4.99	2.46	-10.22	11.76	1.87	-2.58	-11.27
2024年	-12.23	-9.55	-4.74	1.27	-1.02	-8.68	-5.64	2.10	-1.86	-0.42	-12.70	-34.54
2025年	-4.53	8.53	9.77	-18.86	4.69	-2.43	5.75	13.35	2.26	-6.51	4.58	0.61
2026年	-3.61	-3.59	4.18	-6.98	-3.83	2.40	-1.89	-2.58	-0.61			
平均值	***-3.53***	***-1.05***	***1.08***	***-7.99***	***-2.38***	***-3.43***	***0.17***	***0.66***	***2.89***	***-1.69***	***-3.57***	***-15.07***

资料来源：iFind，华福证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

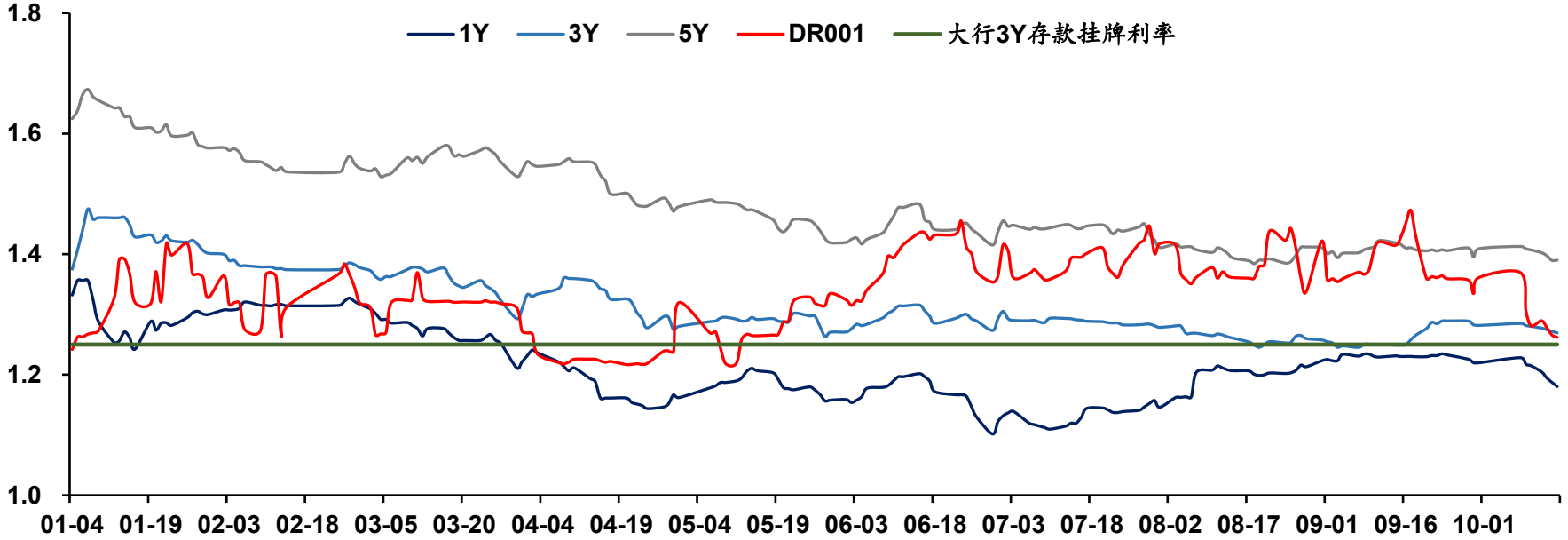
下载日志已记录，仅供内部参考

日历效应：短期还可以乐观

➢ ***短端机会不大***

- 二季度以来，3Y国债收益率逼近大行3Y存款挂牌利率，继续下行空间有限。

短期国债收益率与DR001、存款利率（单位：%）



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

资料来源：iFind，华福证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

- 政策面及基本面：短期回稳，长期或迎接拐点
- 机构行为：负债驱动的“债牛”
- 利率与流动性：利率“货币财政化”
- **专题：中美利差、汇率与通胀影响机理解析**
- 风险提示

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

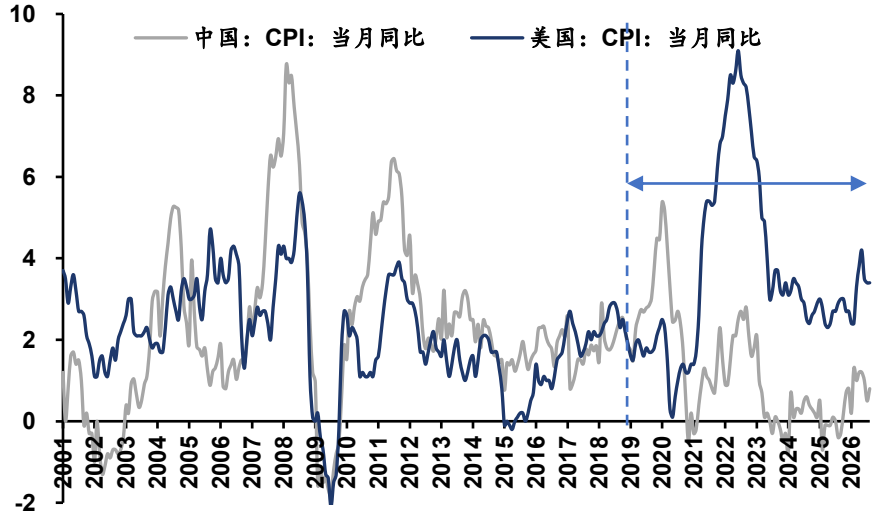
下载日志已记录，仅供内部参考

汇率与利率：中美脱钩、走势分化

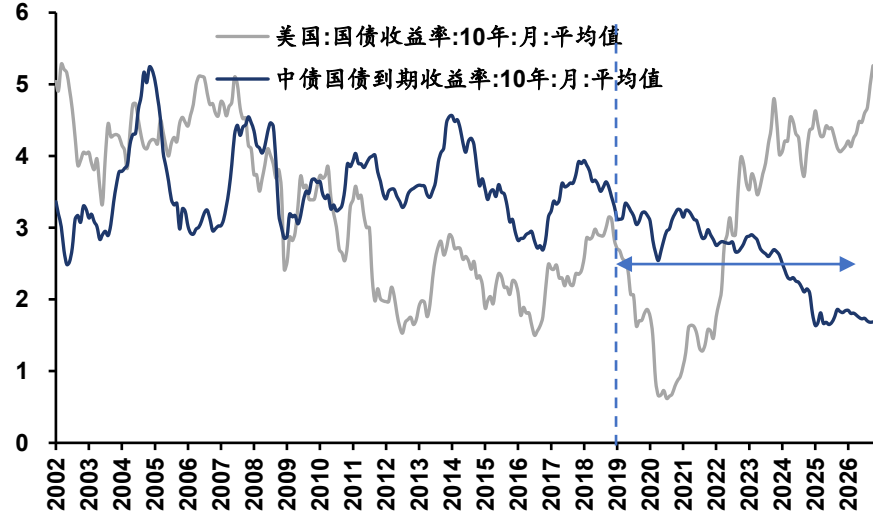
➢ ***中美通胀与利率走势分化***

- 货币政策“以我为主”：①2018年12月13日，易纲行长提出“中国的货币政策应坚持以我为主，保持货币政策的有效性，同时兼顾国际经济协调，争取有利的外部环境；②2019年7月12日，在央行定期新闻发布会上公开提出“以我为主”。

中国与美国CPI（单位：%）



中国与美国10Y国债利率（单位：%）



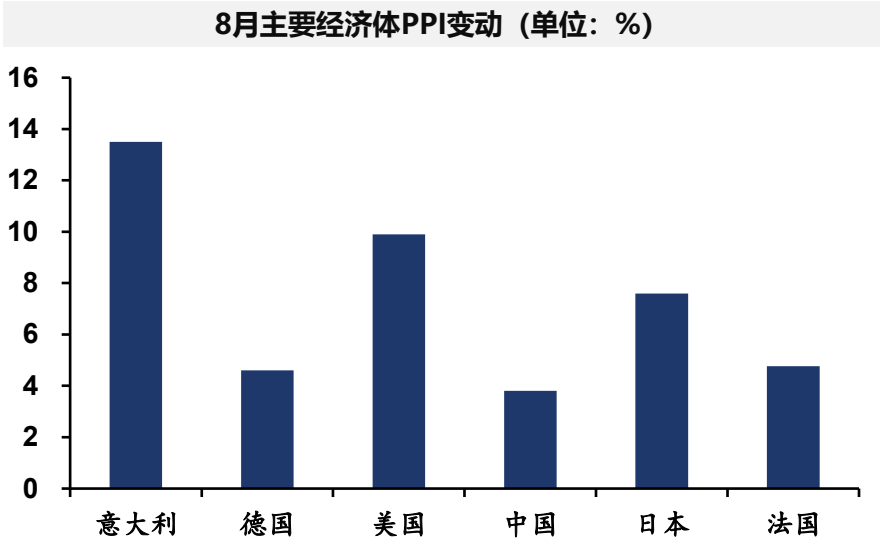
资料来源：iFind，华福证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

为何不需要担心美债利率对中债利率的传导?

➢ ***原因①：能源结构以煤炭为主，通胀对国内PPI的传导作用有限，国内通胀更难影响PPI。***



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

资料来源：iFind，华福证券研究所

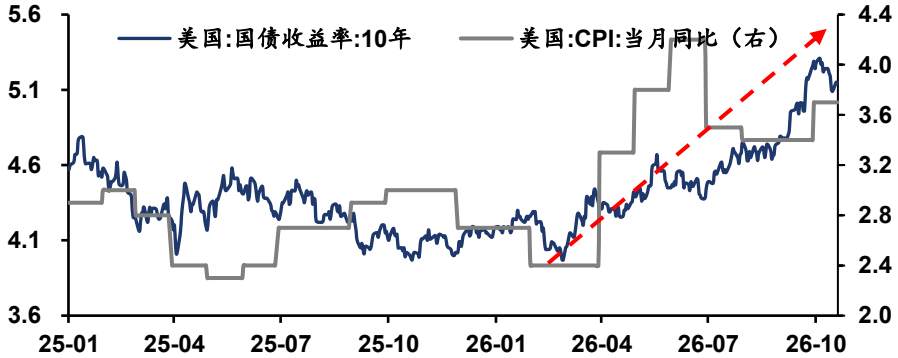
下载日志已记录，仅供内部参考

为何不需要担心美债利率对中债利率的传导?

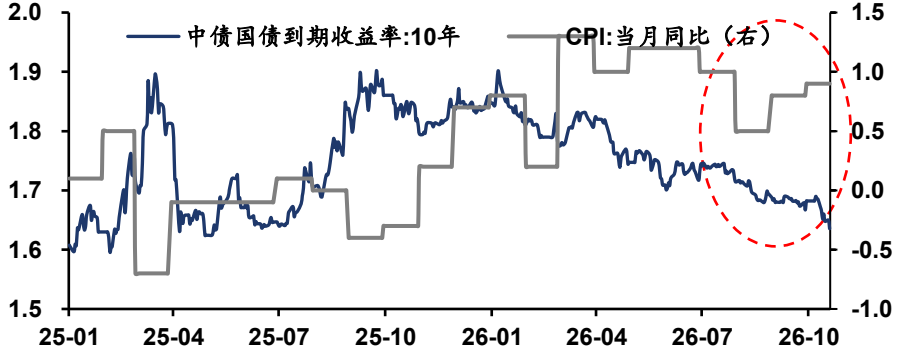
➢ ***原因②：即使通胀上行，对利率的影响幅度也不大***

- 海外通胀通常伴随着利率上行；国内通胀通常伴随着利率下行。

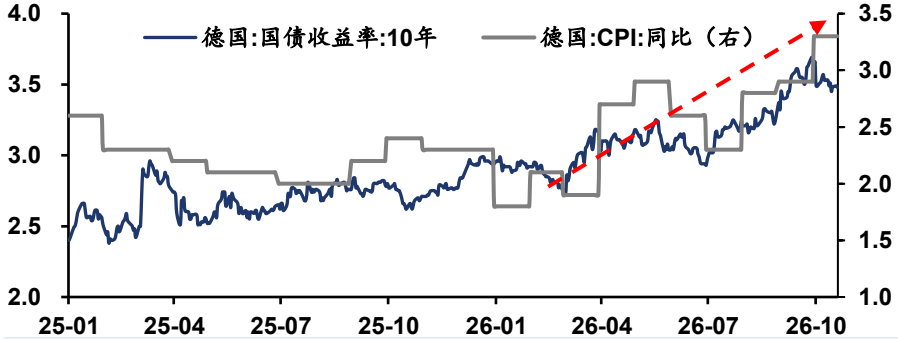
美债利率与美国通胀（单位：%）



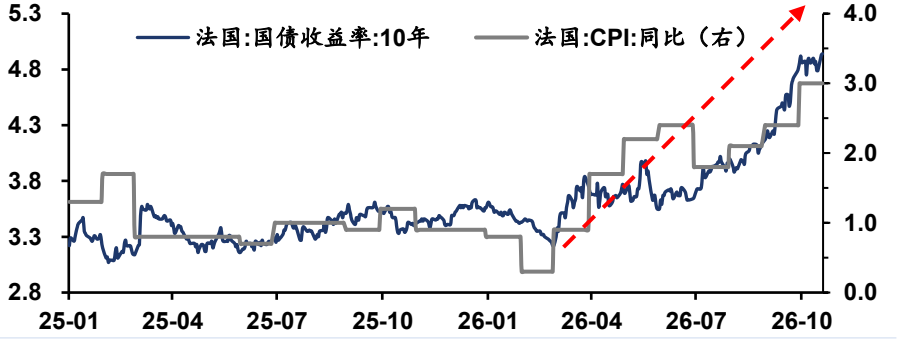
国债利率与国内通胀（单位：%）



德债利率与德国通胀（单位：%）



法债利率与法国通胀（单位：%）



资料来源：iFind，华福证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

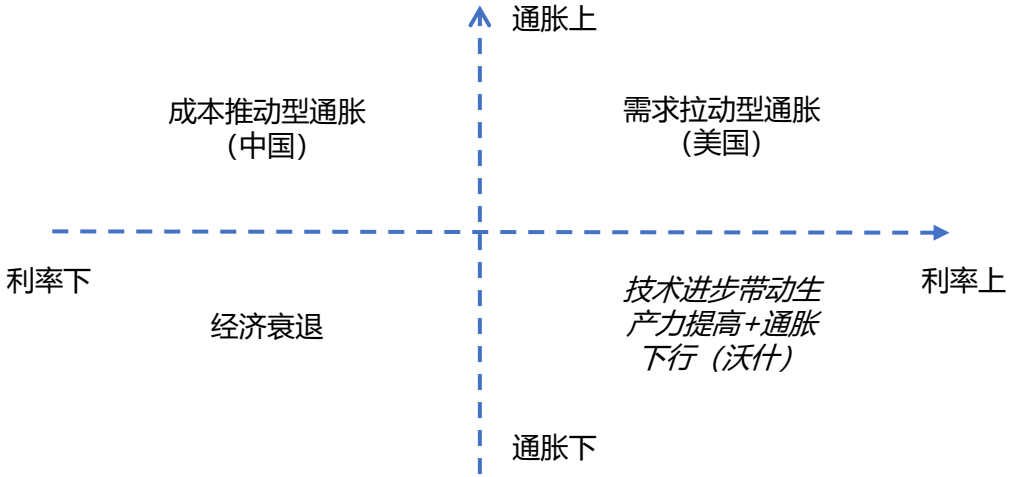
下载日志已记录，仅供内部参考

为何不需要担心美债利率对中债利率的传导?

➢ ***原因②：即使通胀上行，对利率的影响幅度也不大***

- **通胀的两种形式：需求拉动型、供给推动型。**
- 国内：出口导向型经济（生产端），需求拉动型通胀概率不大，更多为成本推动型通胀（即滞涨）；由于消费端部分在国外，通胀对国内利率不敏感，通胀压力更容易传导至外围。
- 美国：消费驱动型经济（消费端），即可能需求拉动通胀（经济过热）、也可能成本推动通胀（滞涨）。

通胀与利率的象限图



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

资料来源：华福证券研究所绘制

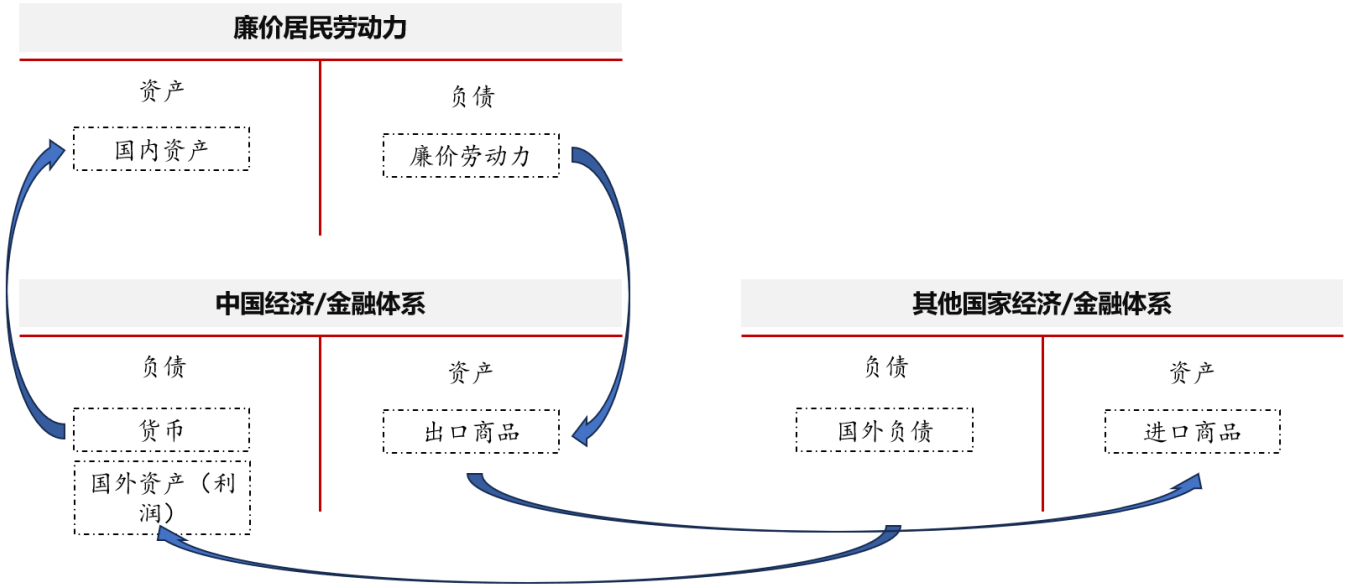
下载日志已记录，仅供内部参考

为何不需要担心美债利率对中债利率的传导?

➢ ***原因③：短期来看，通胀压力有限***

- **海外的资金“暂时”未回流至国内，国内供求关系改善较弱，持续呈现强出口+高GDP增速（外向型经济）；**
- 中国制造业完善+劳动力优势，对制造业定价与PPI具有主导权，出口产品价格/质量竞争优势。
- 出口盈利未回流至国内，国内经济的供求关系未能改善；即经济运作模式“选择”出口和经济增长，而“牺牲”通胀和内需。

外向型经济运作模式



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

资料来源：华福证券研究所绘制

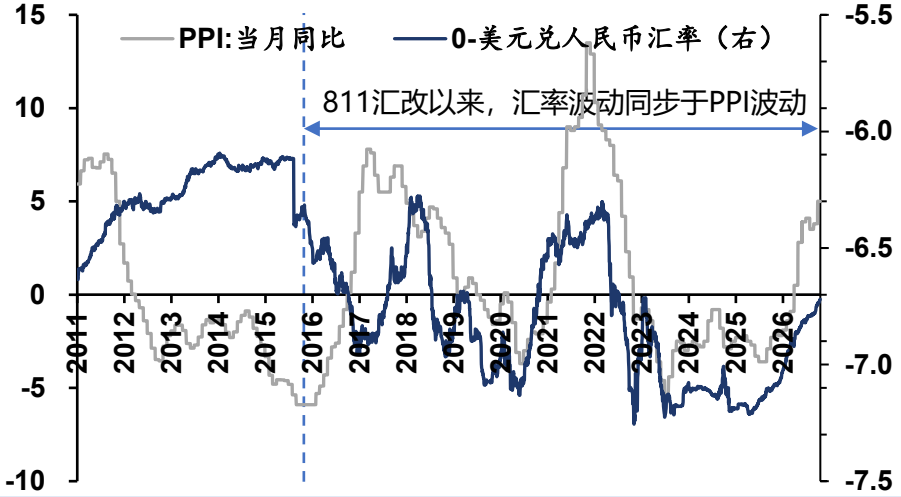
下载日志已记录，仅供内部参考

为何不需要担心美债利率对中债利率的传导?

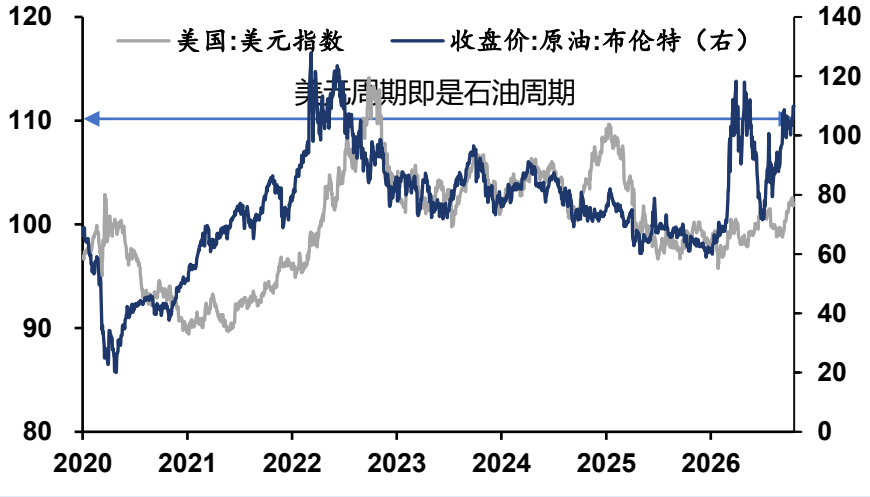
➢ ***原因③：短期来看，通胀压力有限***

- **中国的PPI周期挂钩制造业，PPI的走强通常会伴随着人民币的升值**
- 原来政策更偏重经济增长，政策上选择制造业盈利承压、让渡利润给出口来保持出口强劲；而当前政策考虑通胀与内需，反内卷政策就是代表，中长期会看到PPI逐步回升，但政策存在通胀与经济增长之间的平衡。
- **美国的PPI周期挂钩石油，石油的走强会伴随美元的升值**
- 美国政策希望保持“石油-美元体系”，但想兼顾经济增长/制造业回流，故其政策不断会在通胀抬升与美元升值之间平衡。

2015年“811”汇改后，汇率波动同步于PPI（单位：%）



美元指数同步于原油价格（美元/桶）



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

资料来源：iFind，华福证券研究所

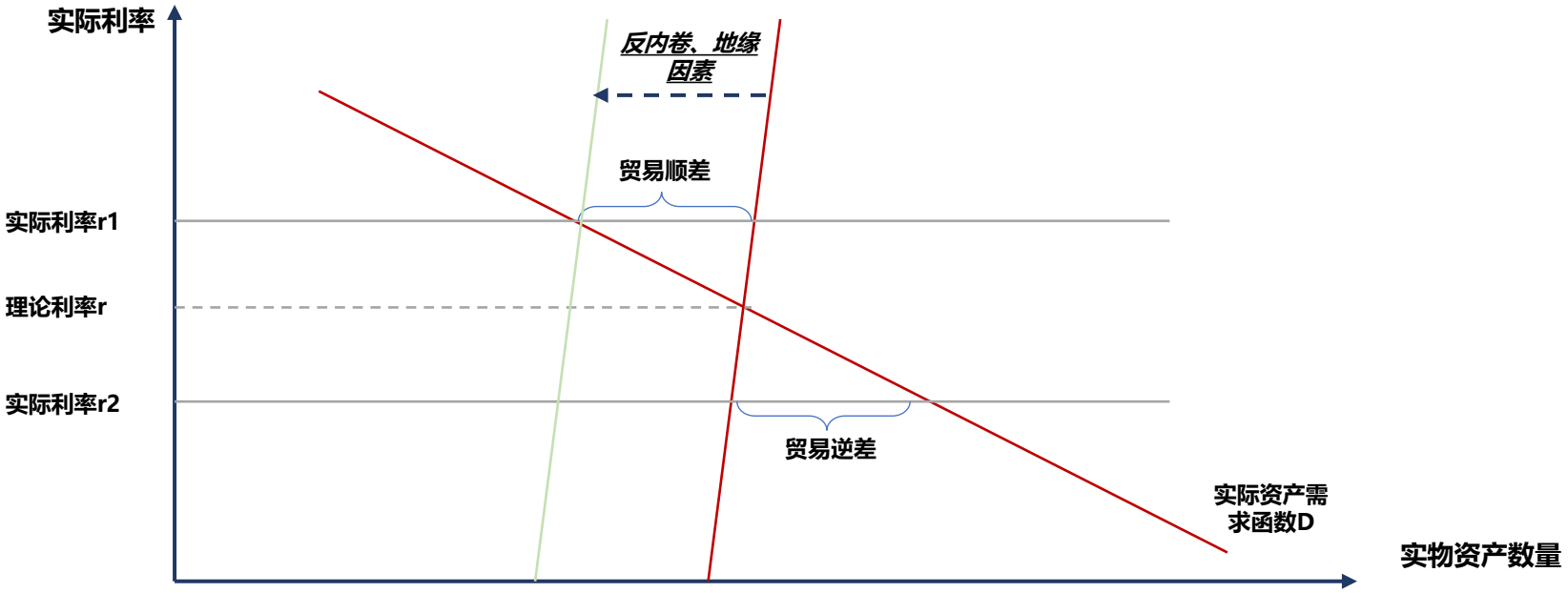
下载日志已记录，仅供内部参考

为何不需要担心美债利率对中债利率的传导?

➢ ***原因④：国内理论利率水平低于市场利率水平，故理论利率中枢上行不会影响当前利率***

- 若政策利率=r，系统处于均衡状态；若政策利率=r1，贸易顺差，通货紧缩，内部净储蓄；若政策利率=r2，贸易逆差，对内通胀。
- 对国内而言，实际利率高于理论利率，压制内需并导致出口强势，通胀上升首先体现为上游PPI修复、再体现为利率上行；而海外经济主体贸易逆差，通胀上行直接反映到利率上行。（类似于弹簧：中国是压缩、海外是拉伸）

实物资产的供需模型



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

资料来源：华福证券研究所绘制

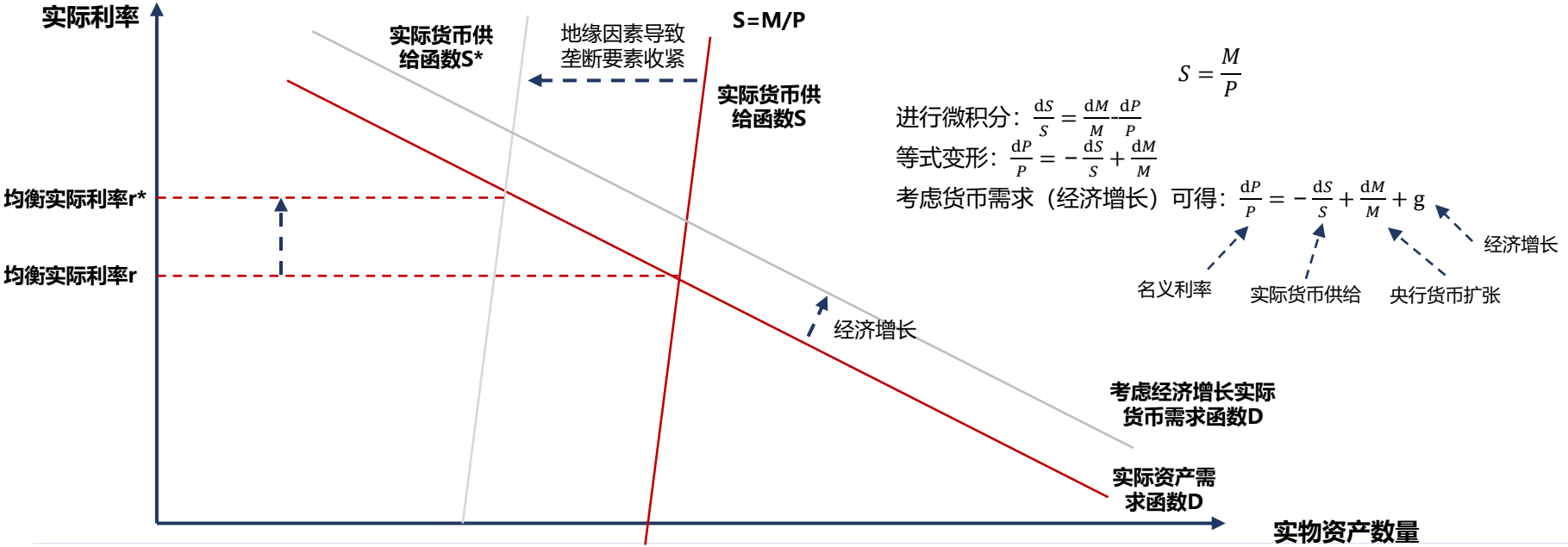
下载日志已记录，仅供内部参考

为何不需要担心美债利率对中债利率的传导?

➢ ***原因④：国内理论利率水平低于市场利率水平，故理论利率中枢上行不会影响当前利率***

- 若政策利率=r，系统处于均衡状态；若政策利率=r1，贸易顺差，通货紧缩，内部净储蓄；若政策利率=r2，贸易逆差，对内通胀。
- 对国内而言，实际利率高于理论利率，压制内需并导致出口强势，通胀上升首先体现为上游PPI修复、再体现为利率上行；而海外经济主体贸易逆差，通胀上行直接反映到利率上行。（类似于弹簧：中国是压缩、海外是拉伸）

实物资产的供需模型



Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

资料来源：华福证券研究所绘制

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

- 政策面及基本面：短期回稳，长期或迎接拐点
- 机构行为：负债驱动的“债牛”
- 利率与流动性：利率“货币财政化”
- 专题：中美利差、汇率与通胀影响机理解析
- 风险提示

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- 经济增长超预期下滑，外部环境存在诸多不确定性，可能导致经济下行超预期。
- 财政政策力度不及预期，导致实体经济预期回暖不及预期。
- 国际经济及金融风险超预期，当前国外局势较为复杂，可能带来超预期金融风险。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明及一般声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明及投资声明评级

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

华福证券
HUAFU SECURITIES CO.,LTD.

诚信专业发现价值

联系方式

华福证券股份有限公司研究所上海
公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼
邮编：200120
邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster