

低位震荡中寻找均衡

---2025年固定收益中期策略报告

华龙证券研究所 固定收益

分析师：杨晓天

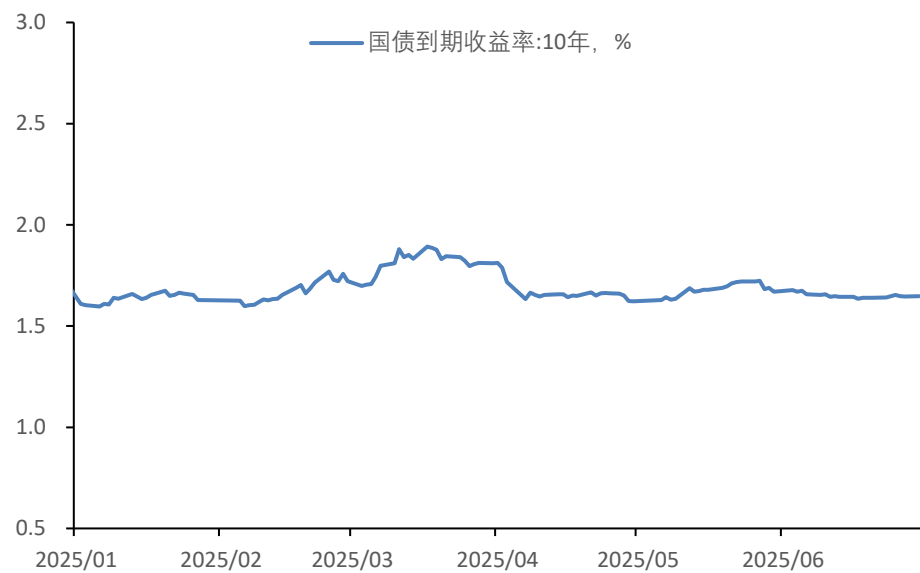
SAC执业证书编号：S0230521030002

邮箱：yangxiaot@hlzq.com

2025年07月08日

证券研究报告

2025年上半年10年国债到期收益率



相关报告

《甘肃资本市场研究周报：甘肃第四批次新增专项债券发行》 2025. 6. 10
《甘肃资本市场研究周报：地方债发行前置 助力甘肃经济高质量发展》
2025. 5. 28
《固定收益点评：如何理解2025年财政预算力度》 2025. 3. 17

债市复盘:利率先上后下 流动性维持适度宽松

- 利率债：收益率先下后上，波动加剧。1月-3月中旬：央行暂停国债买入、稳汇率政策叠加春节资金扰动，DR007中枢上升，10年国债收益率快速拉升，1年期等短端上行明显。3月下旬-4月：中美“对等关税”冲突升级，避险情绪升温，叠加央行释放宽松信号，10年国债收益率快速回落。5月-6月：5月双降落地后利多出尽，10年国债区间窄幅波动。6月央行买断式逆回购投放，资金面宽松市场观望情绪较浓。信用债：利差先走阔后压缩。一季度流动性紧张+股市分流，信用利差走阔，二季度货币宽松+信用ETF扩容，利差主动收窄。货币政策：从收紧到宽松转向。2025年上半年央行通过稳汇率和防资金空转以及暂停国债买卖、公开市场净回笼等方式进行资金回笼，5月双降带动存款利率联动下调，6月DR001中枢降至1.39%。财政：国债供给放量冲击有限。上半年利率债发行16.9万亿元，其中利率债增幅37%。汇率：关税博弈主导预期。人民币汇率上半年稳定在7.17-7.18区间，央行“市场主导+预期管理”策略有效稳定了人民币汇率。

基本面数据变化或支撑债市收益率下行

- 通胀低位运行，货币政策有望适度宽松。M2和社融协同上行，流动性将持续支撑债市。消费结构性特征对债市影响有望增强。房地产销售低迷，城投债或转向优资质和短久期品种。制造业PMI低迷，货币宽松立场或将维持。专项债发行额度较快推动基建回升，下半年或在供给端支撑债市。

支持性的货币政策有望助力市场流动性

- 预计下半年流动性整体维持宽松，在财政存款投放叠加央行呵护预期下，DR001或维持1.4%以下，存款搬家或倒逼央行加大投放，重启国债购买预期升温，关注二次降息以及央行结构性工具预期，同时关注财政增量政策以及专项债发行等预期事件对资金利率中枢的影响。

机构仍维持较强配置需求

- 商业银行面临“负债成本刚性”与“资产收益下行”的双重挤压。预计下半年银行受信贷需求疲弱影响，配债需求将维持较高水平，净息差收窄压力下银行配置层面波段交易或较强，地方债供给较大有进一步区域下沉需求。保险负债端压力显现，国债利率下行趋势下负债成本覆盖压力增加，未来保险机构减配长债，增配高股息股票、REITs及私募债或将是资产结构调整的趋势。

债市策略：下半年震荡为主，关注配置窗口和化债红利

- 利率债：预计震荡为主，关注经济数据和避险情绪影响下的配置机会。三季度需关注专项债和国债供给是否有边际放缓的趋势，四季度关注26年额度提前下发对债市的扰动。预计2025年债市以震荡为主，三季度受经济数据变化和避险情绪影响下配置窗口较强。策略以久期策略为主，超长债在资产荒背景下仍是核心资产，需防范保险资金减仓冲击。
- 信用债：关注化债红利以及票息收益。资金面宽松但利率震荡背景下，信用估值波动可能放大，票息收益确定性将增加。城投债在隐性债务清零加速，违约风险较低的背景下，化债红利下的票息有挖掘机会。产业债关注高等级拉长久期和结构性品种，银行二永债以波段交易为主，关注高等级股份行永续债利率调整后的机会。

风险提示

- 央行货币政策框架变动风险；经济数据不及预期；市场波动风险；债券发行超预期风险；信用利差走扩风险；汇率与资本流动风险。

目录

1

债市复盘：利率先上后下 流动性维持适度宽松

2

基本面数据变化或支撑债市收益率下行

3

支持性的货币政策有望助力市场流动性

4

机构仍维持较强配置需求

5

债市策略：下半年震荡为主，关注配置窗口和化债红利

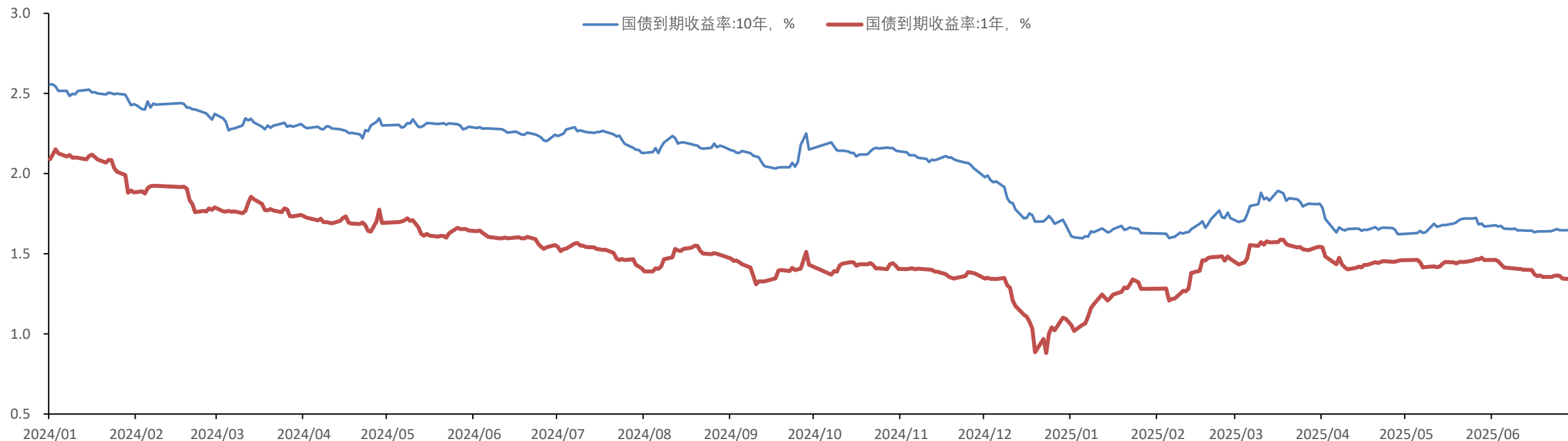
6

风险提示

1.1 利率债：收益率先下后上，波动加剧

- 1月-3月中旬：央行暂停国债买入、稳汇率政策叠加春节资金扰动，DR007中枢上升，10年国债收益率快速拉升，1年期等短端上行明显。3月下旬-4月：中美“对等关税”冲突升级，避险情绪升温，叠加央行释放宽松信号，10年国债收益率快速回落。5月-6月：5月双降落地后利多出尽，10年国债区间窄幅波动。6月央行买断式逆回购投放，资金面宽松，市场观望情绪较浓。

图1：国债到期收益率

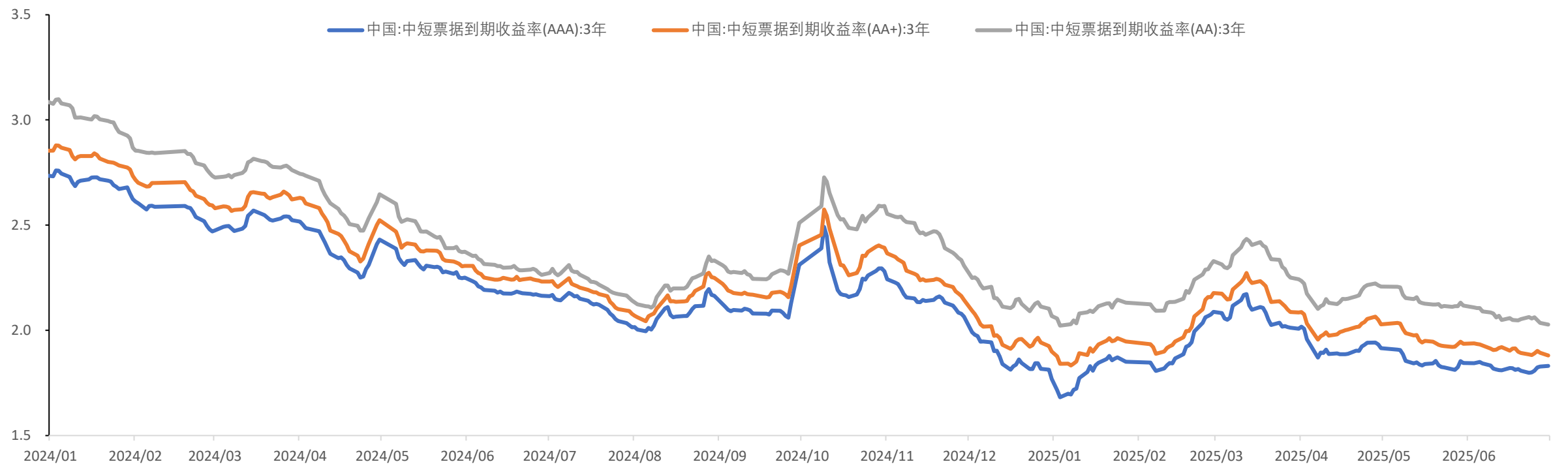


数据来源：Wind, 华龙证券研究所

1.2信用债：利差先走阔后压缩

- 2025年一季度流动性紧张+股市分流，信用利差走阔，二季度货币宽松+信用ETF扩容，利差主动收窄。1年期AA+中短票利差收窄，违约风险集中于民营地产。预计三季度理财季节性增配叠加银行存款搬家影响，信用利差或降至年内低点，四季度城投转型加速及地产风险反复，利差或有出现反弹。

图2：信用债先上后下，%

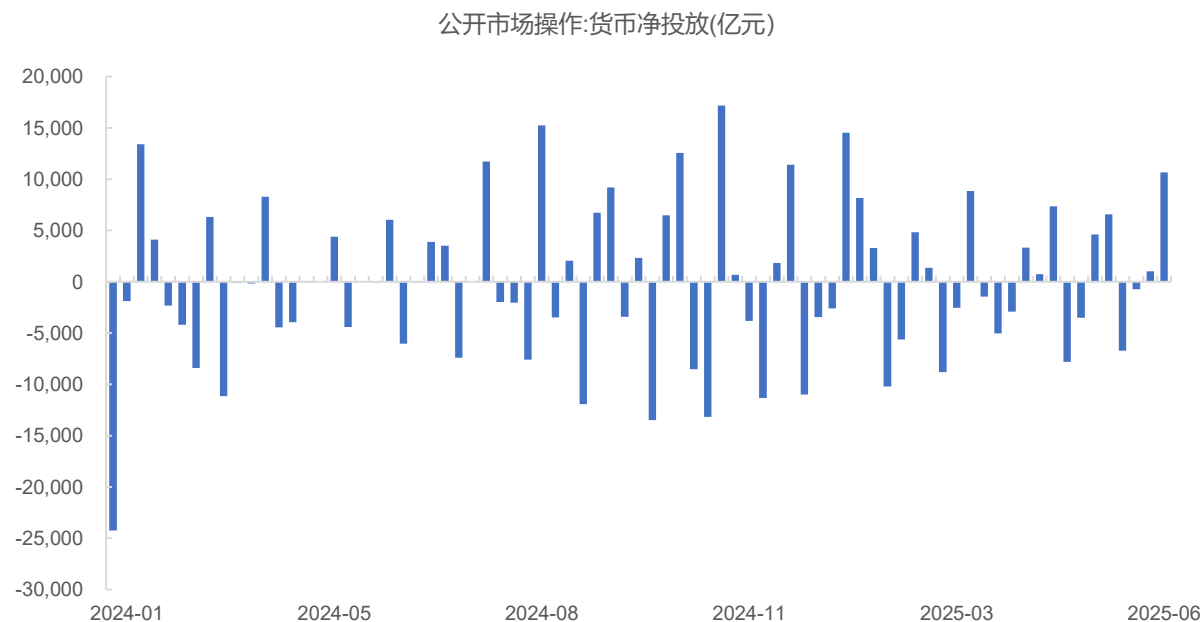


数据来源：Wind, 华龙证券研究所

1.3 货币政策：从收紧到宽松转向

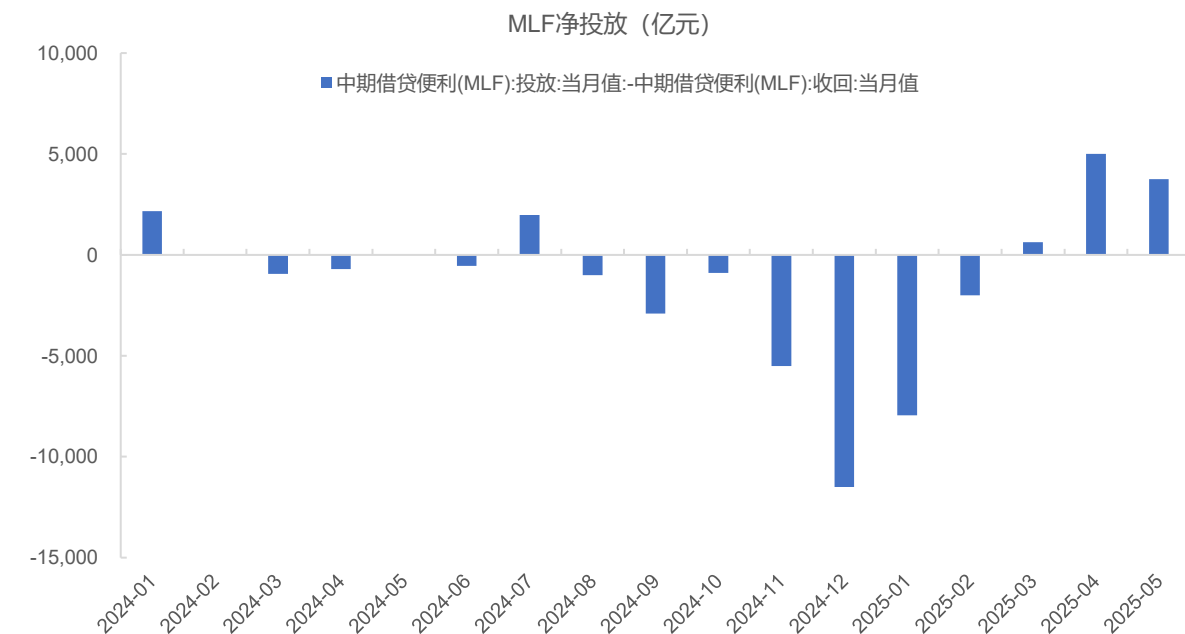
- 2025年上半年央行通过稳汇率和防资金空转以及暂停国债买卖、公开市场净回笼等方式进行资金回笼，DR001一度升至1.97%。5月双降（降准0.5%+降息10BP）带动存款利率联动下调，6月DR001中枢降至1.39%，二季度例会定调“适度宽松”。

图3：公开市场净投放



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

图4：MLF净投放先收紧后宽松



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

01

债市复盘：利率先上后下 流动性维持适度宽松

1.3 货币政策：从收紧到宽松转向

表1：央行公开市场操作					
政策类别	实施时间	政策工具/内容	操作规模	利率变化, %	政策目标
利率政策	2025年1月-3月	维持LPR不变	-	1年期3.1%，5年期3.6%	稳定市场利率预期
	2025年5月8日	下调7天逆回购利率	-	1.50% → 1.40% (↓10BP)	引导市场利率下行
	2025年5月7日	下调支农支小再贷款利率	-	3个月1.2%、6个月1.4%、1年期1.5% (↓25BP)	定向支持小微、三农领域
存款准备金政策	2025年5月15日	全面降准	释放长期流动性约1万亿元	存准率↓0.5%	保持流动性充裕
	2025年5月15日	定向降准（汽车金融、金融租赁公司）	-	存准率由5%→0% (↓5个百分点)	刺激汽车消费及设备投资
流动性管理工具	2025年1月-6月	MLF操作	累计投放2.15万亿元	-	补充中长期流动性
	2025年1月-6月	买断式逆回购操作	3个月期4.7万亿、6个月期2.5万亿	-	填补中期流动性管理空白
	2025年1月-5月	SLF（常备借贷便利）操作	累计240.82亿元	-	稳定短期流动性波动
结构性政策工具	持续实施	科技创新再贷款	余额突破8000亿元	-	支持科技型中小企业研发投入
	2025年6月	新增服务消费与养老再贷款	5000亿元额度	-	促进消费升级与养老产业
汇率与跨境政策	2025年1月13日	上调跨境融资宏观审慎调节参数	-	1.5 → 1.75	便利企业跨境融资
	2025年1月31日	续签中印尼双边本币互换协议	4000亿元	-	深化跨境贸易本币结算

数据来源：中国人民银行, 中国政府网, 货币政策报告, 财联社, Wind等, 华龙证券研究所

1.4 财政：国债供给放量冲击有限

- 上半年利率债发行16.9万亿元，其中利率债增幅37%。特别国债发行支撑基建，但央行通过逆回购对冲，净融资未引发剧烈波动。4月美国加征“对等关税”后，中债避险属性凸显，资本流入加速。下半年关税暂缓到期，谈判进展成下半年关键变量，若8月关税谈判恶化，增量财政或以增发国债以及提前下达2026年化债额度等方式提前出台，重点关注7月政治局会议定调。

表2：2025年H1发债及专项债情况						
指标	数值	同比变化	指标	2025年上半年	同比变化	全年额度占比
债券市场总存量	188.11万亿元	增加12.12万亿元	新增专项债发行额	21,607亿元	44.70%	49.10%
利率债存量	116.59万亿元	-				
信用债存量	50.39万亿元	-				
同业存单存量	21.12万亿元	-	地方债总发行额	54,902亿元	57.20%	-
2025H1新发总量	44.6万亿元	16%				
利率债发行量	16.9万亿元	37%	再融资专项债（化债）	17,959亿元	-	84.20%
信用债发行量	10.4万亿元	6%				
同业存单发行量	17.4万亿元	6%				

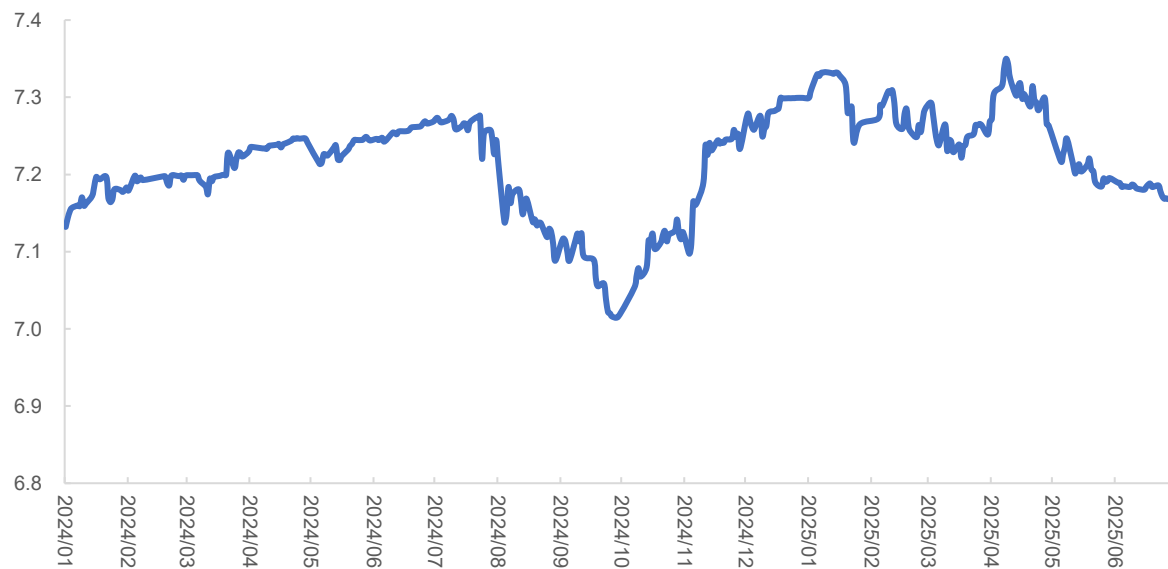
数据来源：Wind, 华龙证券研究所

1.5 汇率：关税博弈主导预期

- 人民币汇率上半年稳定在7.17-7.18区间，央行“市场主导+预期管理”策略有效稳定了人民币汇率。4月美国加征“对等关税”触发避险买盘，5月中美谈判暂缓关税90天缓冲期后出口压力隐现。下半年关税暂缓到期，若谈判破裂或引发资产避险需求，美元走弱趋势支撑人民币，下半年中国资本流入或呈现。

图5：即期汇率

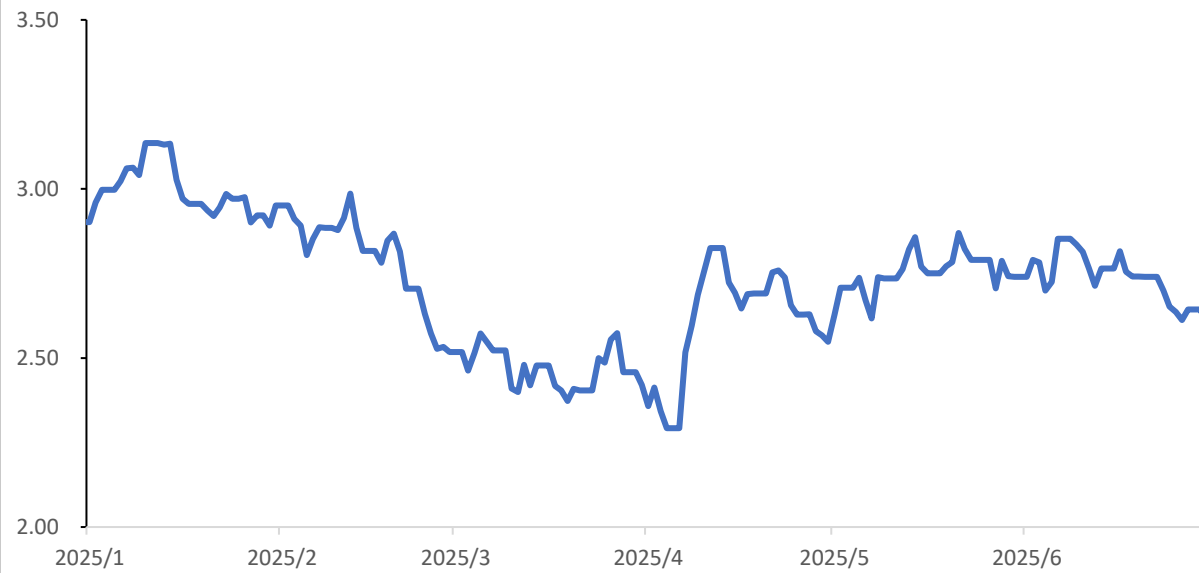
即期汇率:美元兑人民币



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

图6：中美利差收敛

美国10年期国债收益率-中国10年期国债收益率 (%)



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

目 录

1

债市复盘：利率先上后下 流动性维持适度宽松

2

基本面数据变化或支撑债市收益率下行

3

支持性的货币政策有望助力市场流动性

4

机构仍维持较强配置需求

5

债市策略：下半年震荡为主，关注配置窗口和化债红利

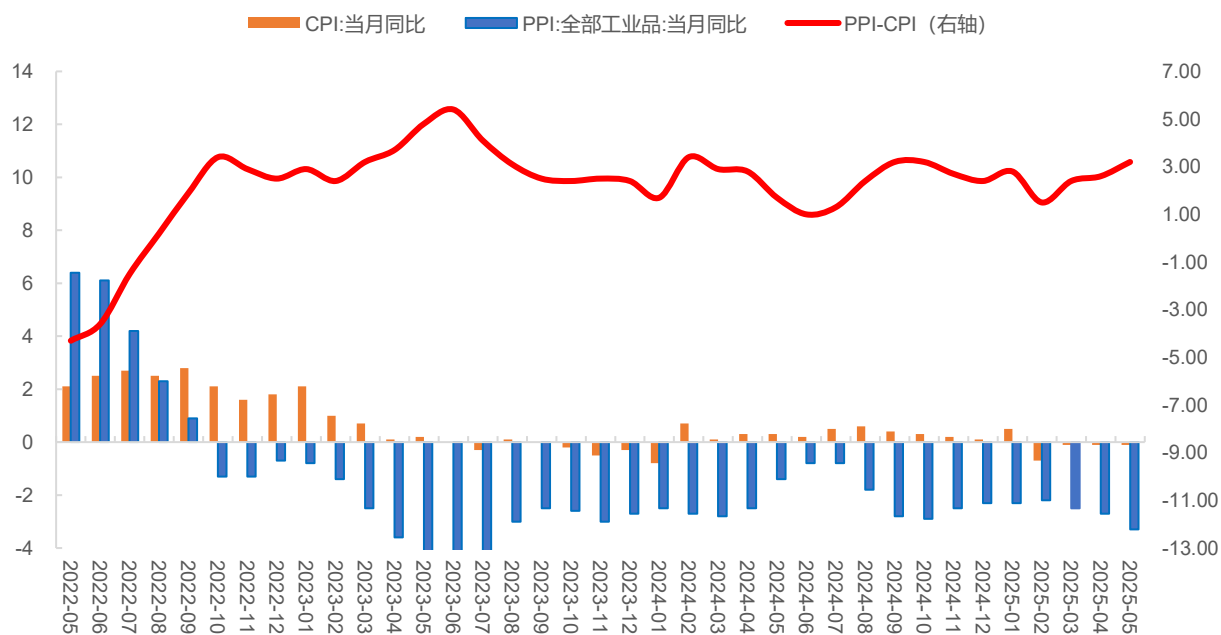
6

风险提示

2.1 通胀低位运行，货币政策有望适度宽松

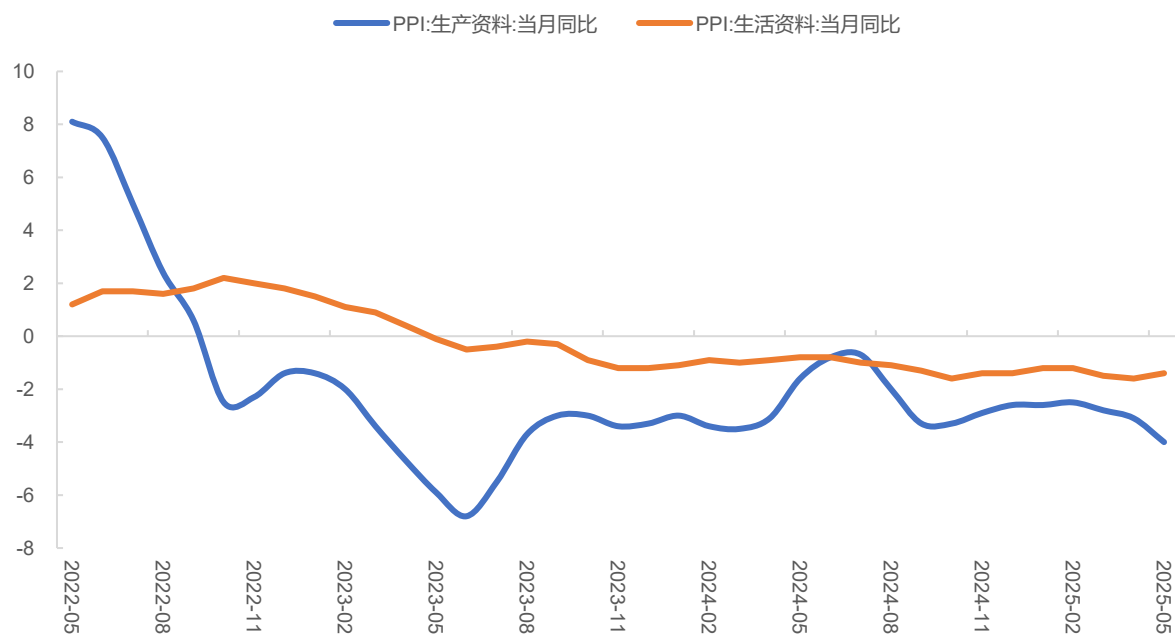
- PPI-CPI剪刀差在2025年6月达到3.7%创历史新高，生产端与消费端价格显著背离，PPI同比降幅扩大意味着上游原材料价格的下跌未能有效传导至消费端，从而对部分制造业企业的盈利能力构成挑战。整体CPI同比小幅下降，但消费领域的结构性分化显现。PPI-CPI剪刀差的扩大意味着上游企业可能在短期内获得更高的利润，而下游企业则面临较大的成本压力。结构性变化影响下，通胀预期与企业盈利分化将影响央行货币政策保持适度宽松。

图7：价格数据（%）



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

图8：PPI大类同比（%）

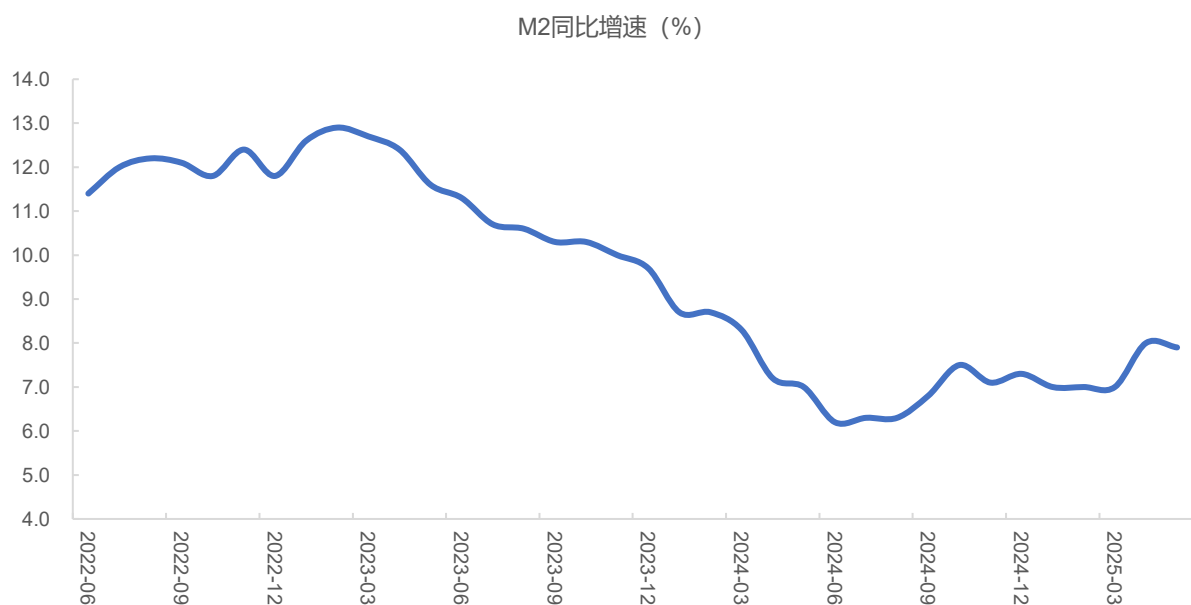


数据来源：Wind, 华龙证券研究所

2.2 M2和社融协同上行，流动性将持续支撑债市

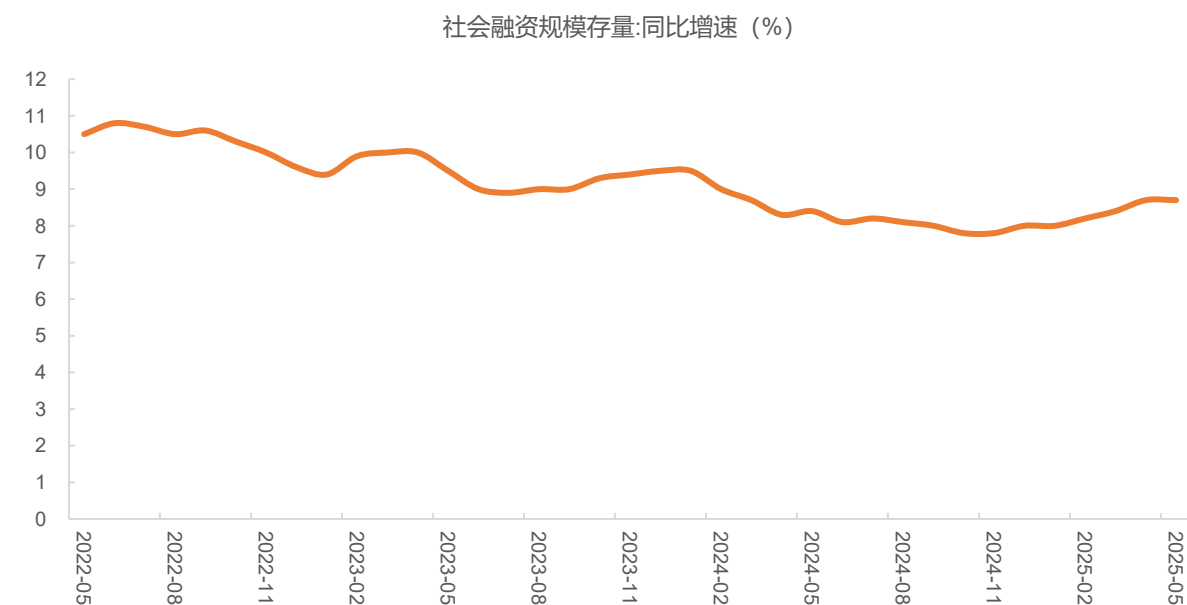
- 2025年4月中国M2同比增速回升至8%，而社融存量增速则继续加速至8.7%。2025年启动了超长期特别国债和注资特别国债的发行，地方政府特殊再融资专项债的发行也持续推进，这在一定程度上缓解了私人部门信贷需求不足的问题。M2增速回升反应金融系统较强的流动性，预计下半年受央行流动性提升影响，M2仍将维持一定程度的增长，进而推升债市到期收益率的下行。

图9：M2增速



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

图10：社融同比

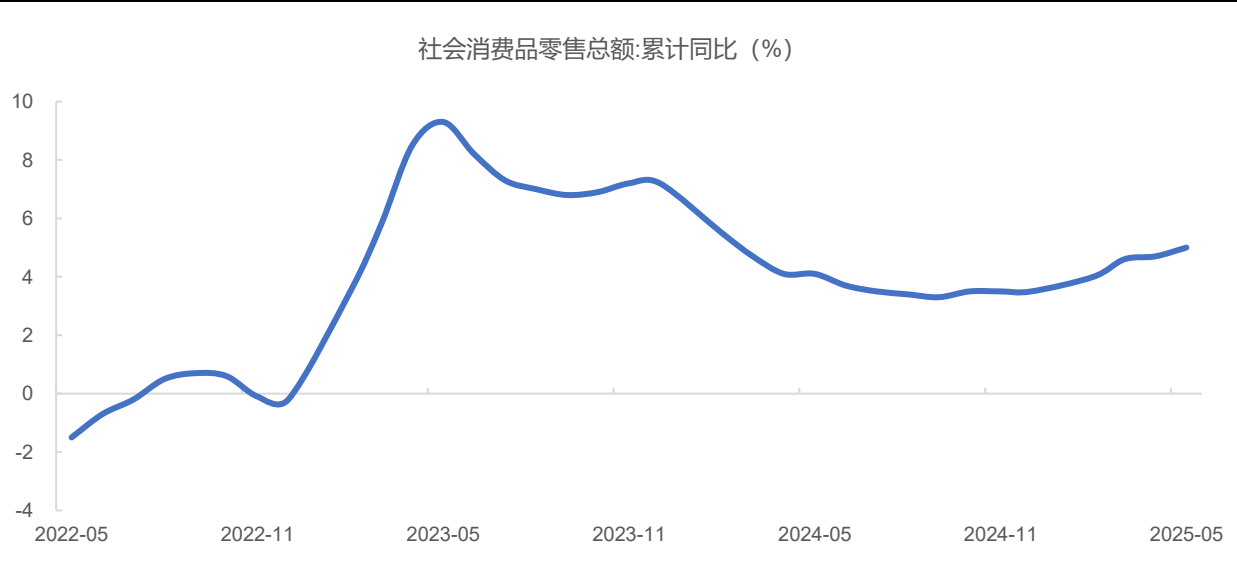


数据来源：Wind, 华龙证券研究所

2.3消费结构性特征对债市影响有望增强

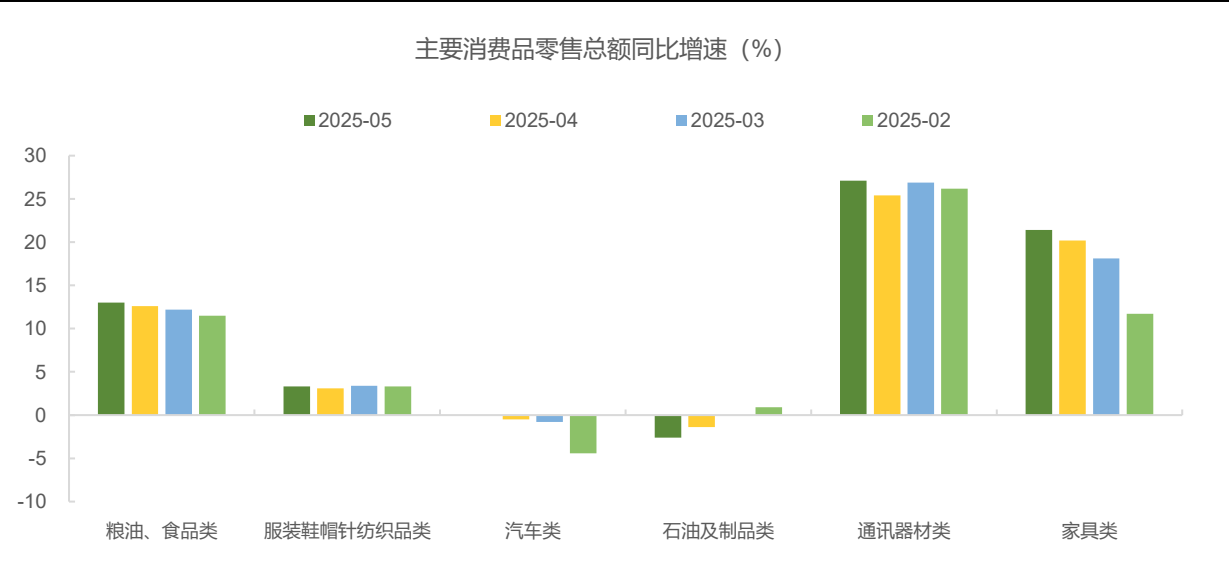
- 2025年5月当月社零同比增速为5%，1-2月合并后的同比增速为4%，表明消费复苏仍处于温和阶段。消费环比增长疲弱，5月社零环比增长仅0.93%，显示出消费动能尚未完全恢复。政治局会议和中央经济工作会议释放出的适度宽松货币政策信号，进一步强化了市场对降息的预期，推动债市走强。未来随着政策对经济的托底作用逐步显现，以及新能源车、旅游出行等消费热点的持续发力，消费对债市的影响有望进一步增强。

图11：零售总额



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

图12：消费分项

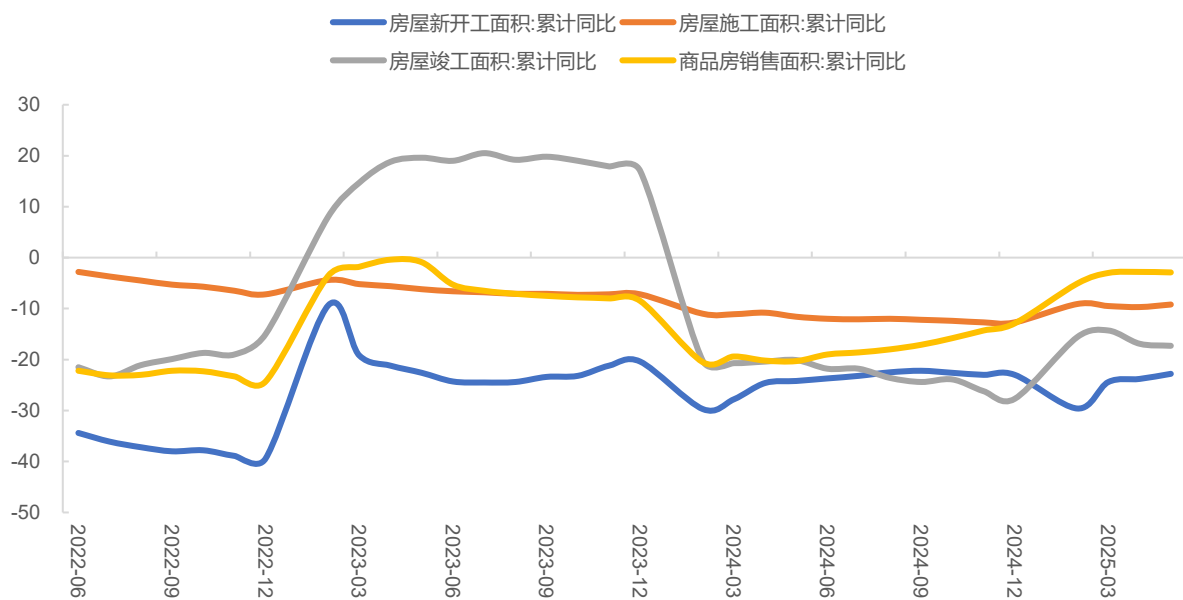


数据来源：Wind, 华龙证券研究所

2.4 房地产销售低迷，城投债或转向优资质和短久期品种

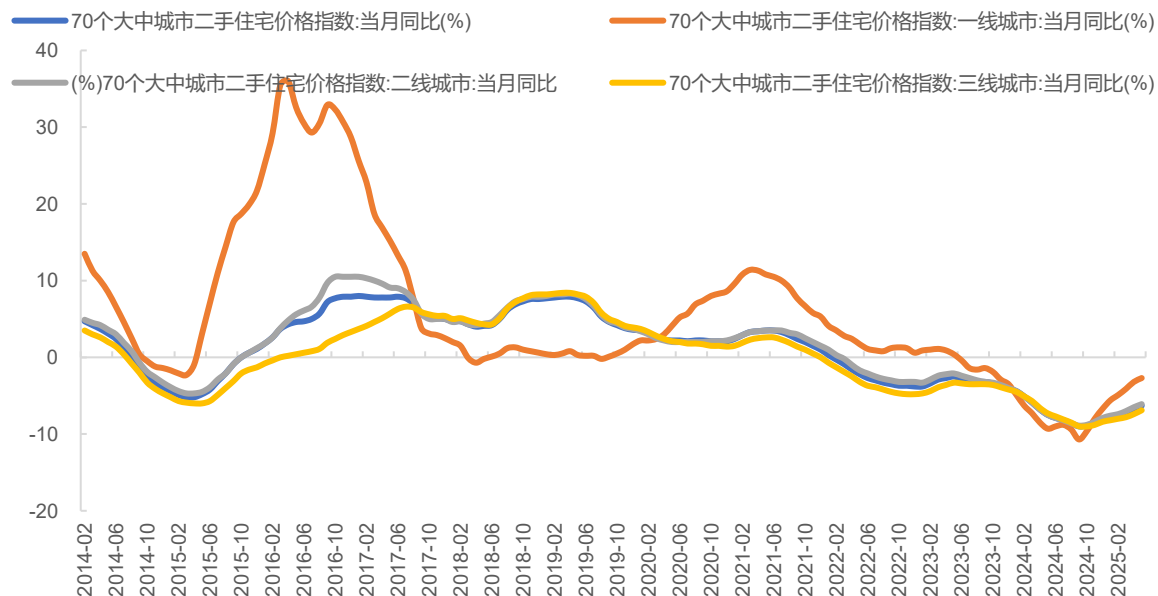
- 房地产行业在2025年上半年的销售表现依然低迷，商品房销售面积累计同比降幅在2.6%至5.1%之间，显示出市场仍未走出调整期。这种趋势对城投债估值产生了直接影响，中短久期城投债具备一定配置性价比。我们认为，未来城投债的配置逻辑逐渐向优资质区域和短久期品种转移，在估值上的吸引力更为突出。房地产销售的持续疲软意味着房企融资环境短期内难以改善，城投债的估值修复仍需依赖政策面的进一步宽松。

图13：地产相关增速（%）



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

图14：二手房价格指数

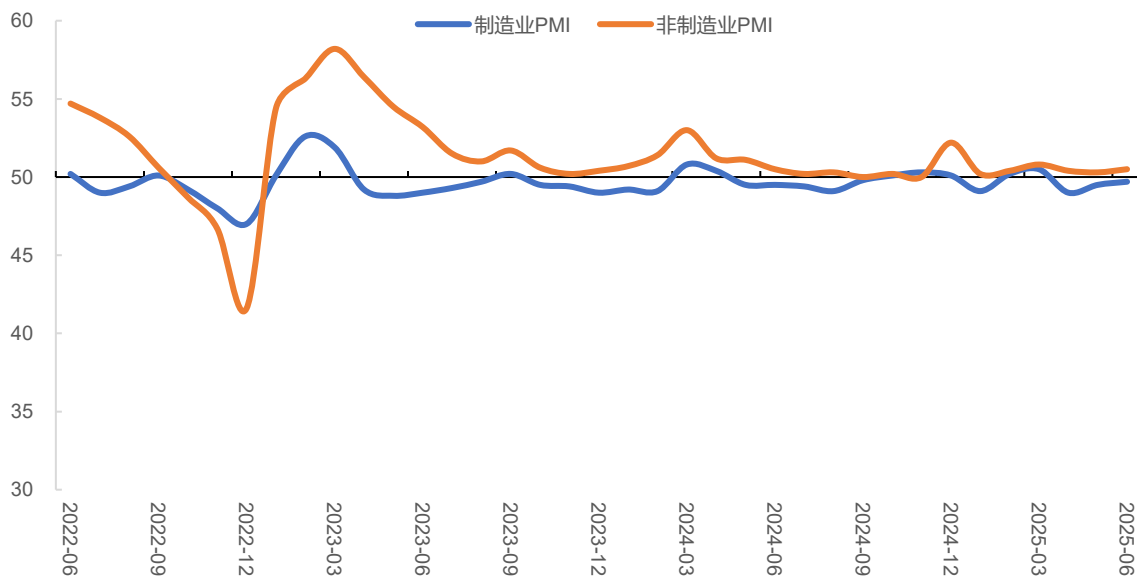


数据来源：Wind, 华龙证券研究所

2.5制造业PMI低迷，货币宽松立场或将维持

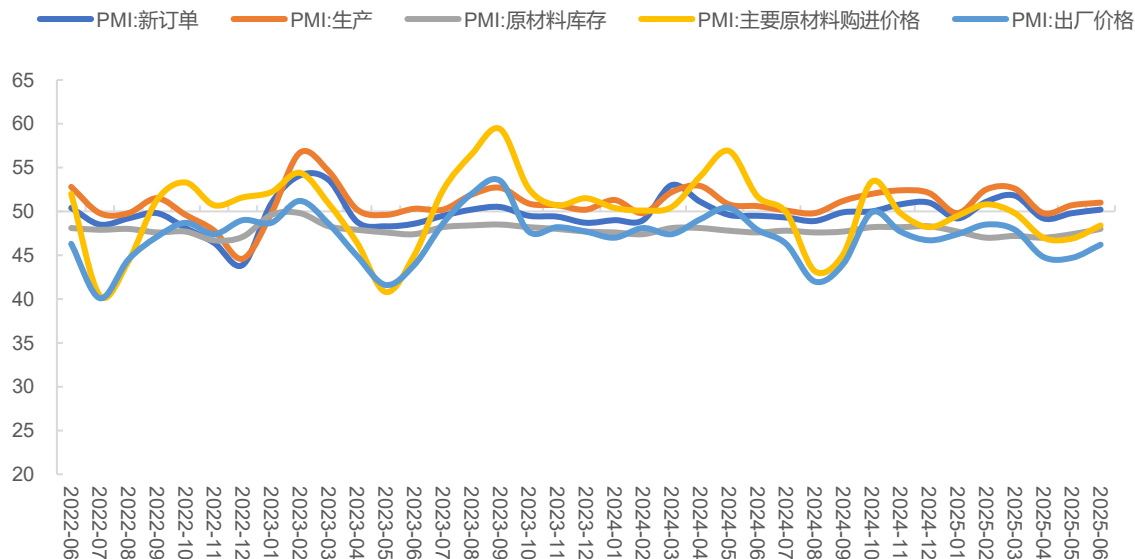
- 2025年上半年制造业PMI低迷对中长期债券需求产生了明显的提振作用，6月PMI环比上升更多受中美关税影响，政策效果逐渐显现下内需温和修复，在央行货币政策和公开市场操作整体偏呵护影响下，PMI修复回稳对债市利空影响相对有限。我们认为6月PMI虽然出现回升但上半年整体偏弱，通缩预期下货币宽松立场或将维持。

图15: PMI (%)



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图16: PMI分项 (%)



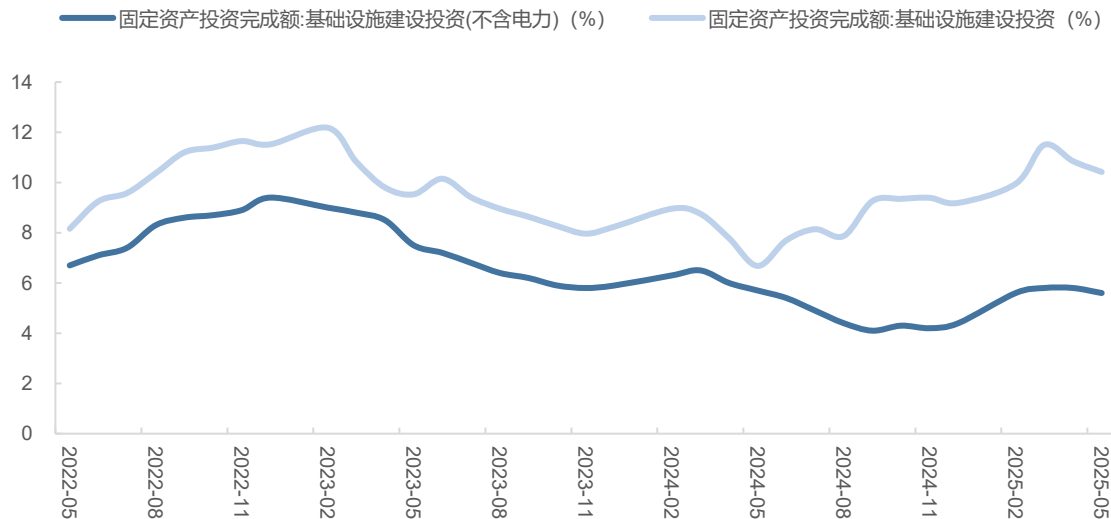
数据来源: Wind, 华龙证券研究所

2.6 专项债发行额度较快推动基建回升，下半年或在供给端支撑债市

- 2025年专项债发行推动基建投资的回升，上半年新增专项债券发行额为2.16万亿元，整体处于较高发行增速。化债用途专项债发行节奏较快，表明地方政府在年初阶段对基建项目的资金需求较为旺盛。2025年专项债的发行和使用为基建项目落地提供了重要支撑，尤其是在经济复苏尚未完全稳固的背景下，专项债的政策工具属性使其成为稳增长的重要抓手，在上半年发行节奏较快的前提下，下半年专项债供给有环比降低的预期，将进一步支撑债市下半年表现。

图17：基建投资累计同比

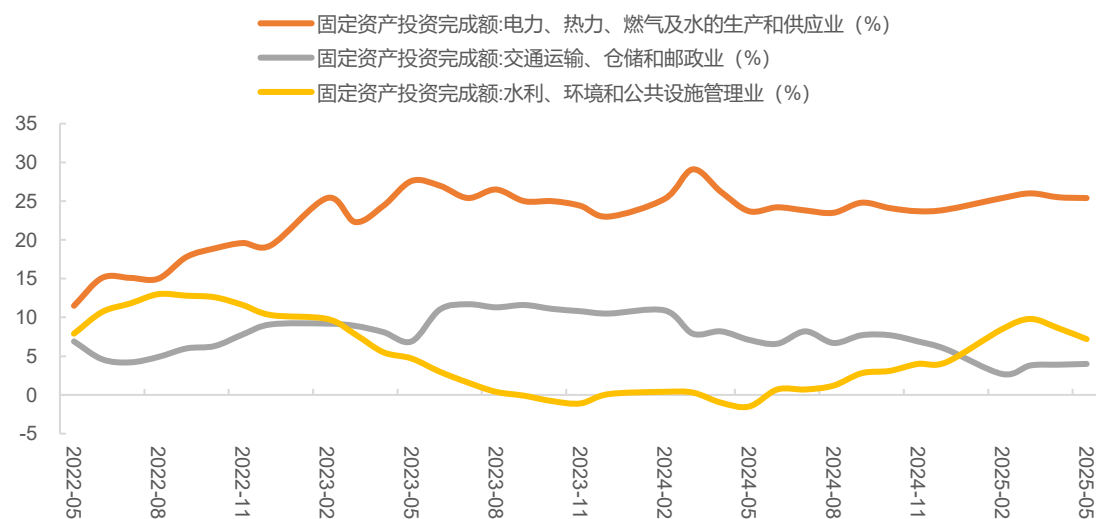
基建投资累计同比



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

图18：基建分项累计同比

基建投资分项累计同比



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

目录

1

债市复盘：利率先上后下 流动性维持适度宽松

2

基本面数据变化或支撑债市收益率下行

3

支持性的货币政策有望助力市场流动性

4

机构仍维持较强配置需求

5

债市策略：下半年震荡为主，关注配置窗口和化债红利

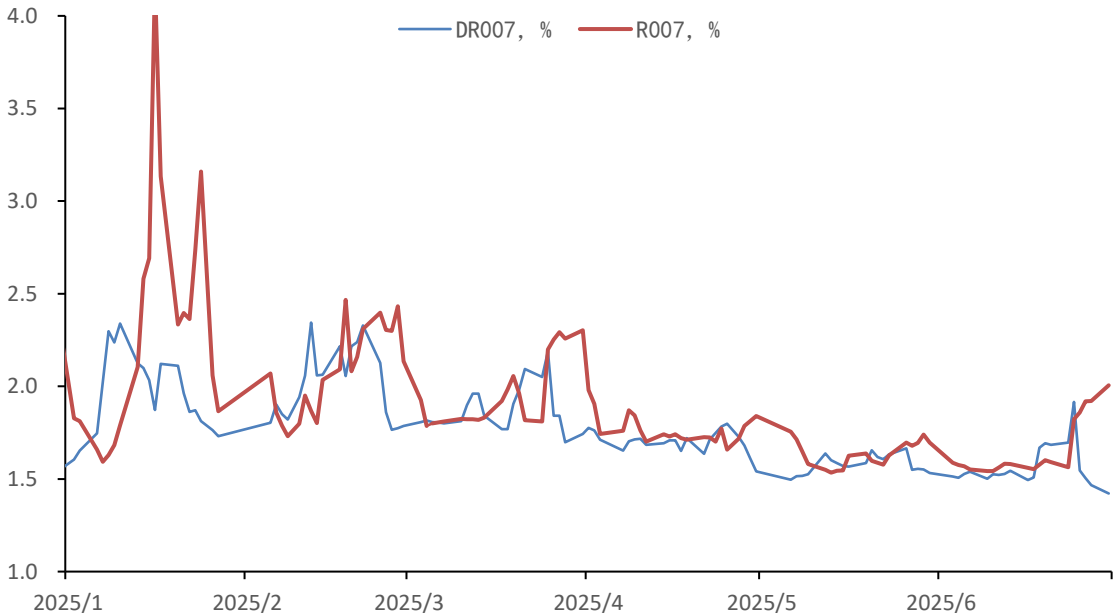
6

风险提示

流动性宽松预期下，下半年资金利率中枢望下移

- 2025年5月央行降准降息后，DR007中枢进一步下移，同时非银流动性溢价上升，R007与DR007利差进一步扩大，货币市场结构化变化明显。央行Q2例会删除“择机降准降息”表述，转向“灵活把握力度节奏”，我们认为下半年或围绕国债买卖重启和央行二次降息两个预期事件进行预期交易。预计下半年流动性整体维持宽松，在财政存款投放叠加央行呵护预期下，DR001或维持1.4%以下，存款搬家或倒逼央行加大投放，重启国债购买预期升温，关注二次降息以及央行结构性工具预期，同时关注财政增量政策以及专项债发行等预期事件对资金利率中枢的影响。

图19：DR007和R007边际回落



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

图20：银行流动性影响因素

同业存单到期	存款搬家	银行配债意愿
• 6月创4.2万亿天量 • 国有大行低息置换高息存单扰动有限	• 理财规模上升，存款利率下调触发 • 银行负债稳定性下降，配债需求波动	• 利率债净买入减少 • 减持行为阶段性冲击市场

数据来源：Wind, 华龙证券研究所

目 录

1

债市复盘：利率先上后下 流动性维持适度宽松

2

基本面数据变化或支撑债市收益率下行

3

支持性的货币政策有望助力市场流动性

4

机构仍维持较强配置需求

5

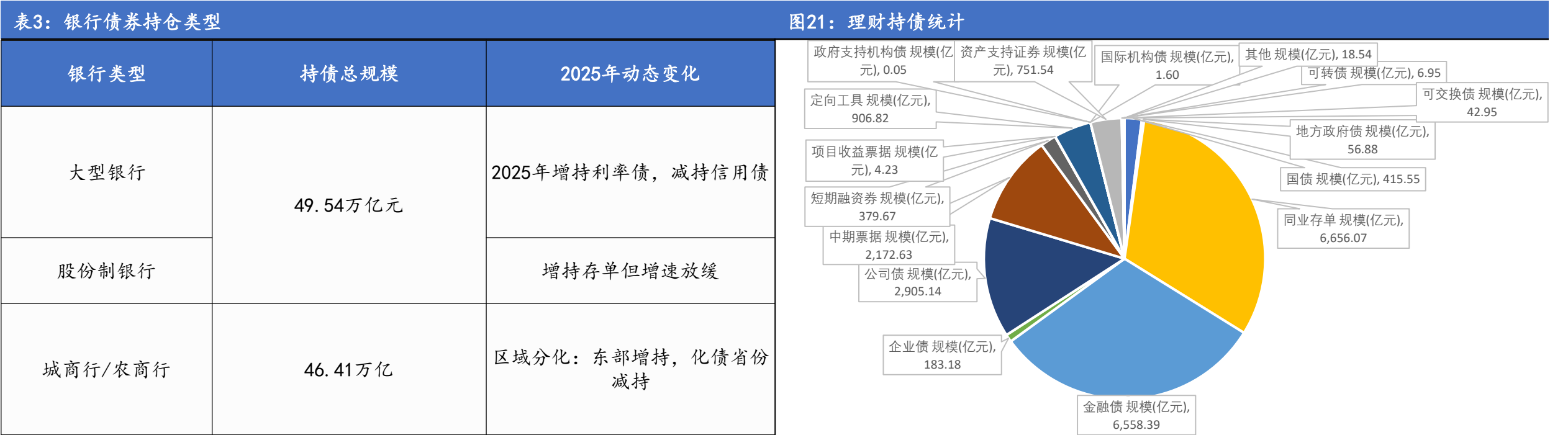
债市策略：下半年震荡为主，关注配置窗口和化债红利

6

风险提示

商业银行负债压力下配债需求较强，理财或维持短久期策略

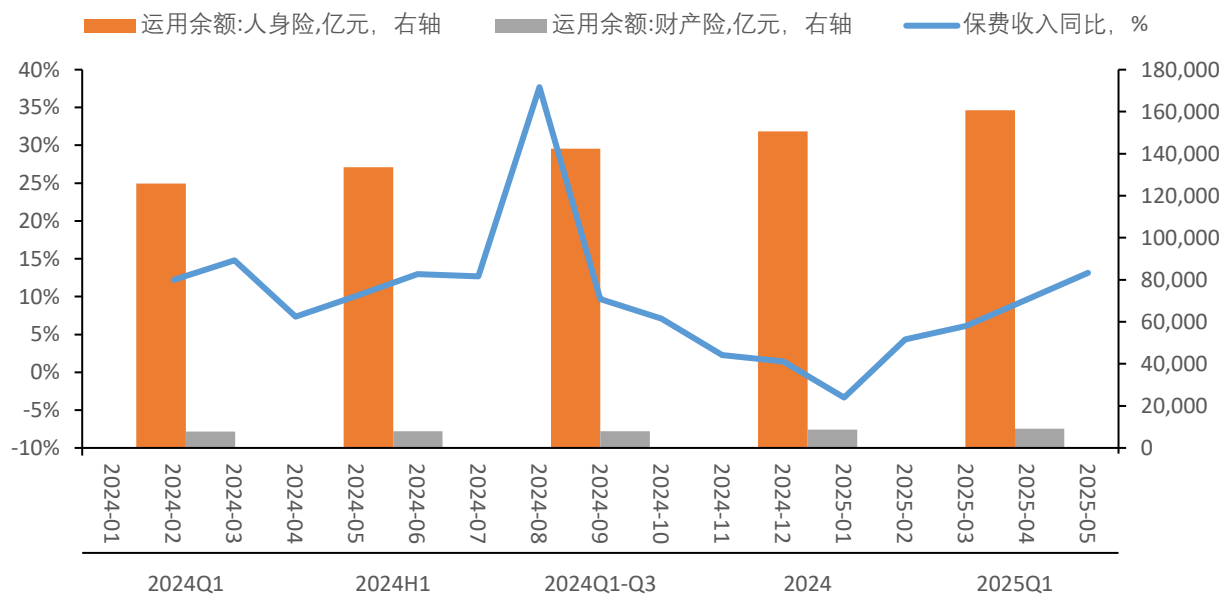
- 2025年上半年，商业银行面临“负债成本刚性”与“资产收益下行”的双重挤压。预计下半年银行受信贷需求疲弱影响，配债需求将维持较高水平，净息差收窄压力下银行配置层面波段交易或较强，地方债供给较大有进一步区域下沉需求。城农商行对超长利率债交易需求或维持。商业银行存款流失的负债缺口压力下，久期或将维持拉长态势。理财资金受居民“存款搬家”支撑规模增长，但负债端稳定性下降，预计下半年维持短久期策略。



险资面临资产结构调整，公募基金仍需关注赎回扰动

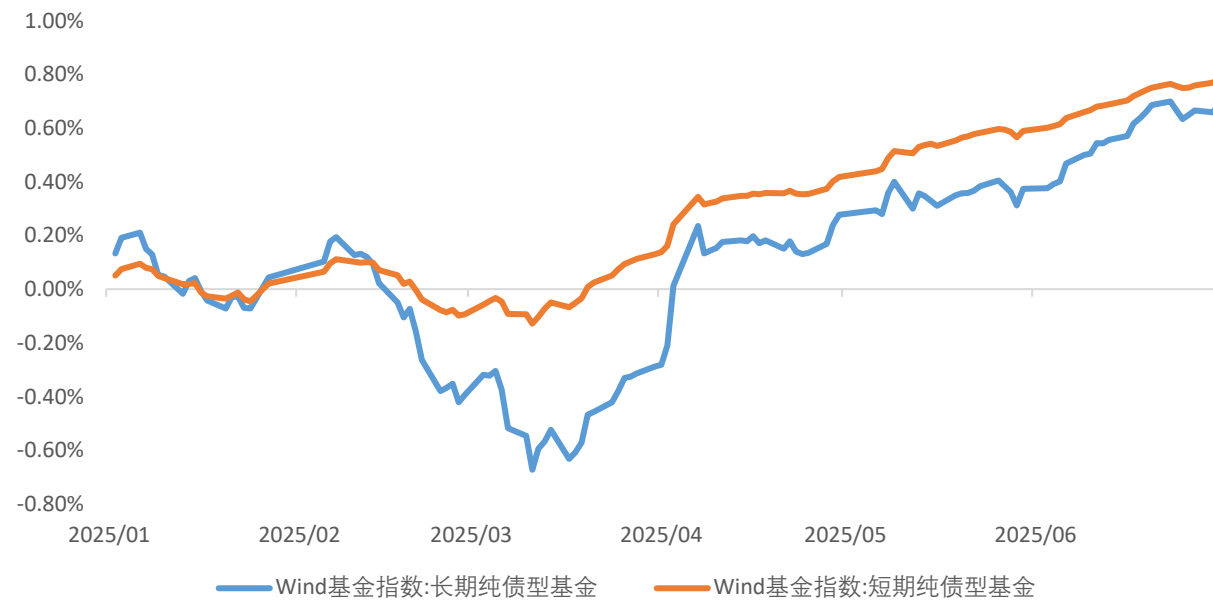
- 保险负债端压力显现，国债利率下行趋势下负债成本覆盖压力增加，未来保险机构减配长债，增配高股息股票、REITs及私募债或将是资产结构调整的趋势。公募端负债端不稳定将放大市场波动，需警惕强赎带来的利率上行负反馈，下半年久期策略或让位于波段交易，利率区间震荡下，政策预期差或将带来反弹机会。

图22：保费收入压力显现



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

图23：债券型基金受赎回扰动影响（债基指数涨跌情况）



数据来源：Wind, 华龙证券研究所

目录

1

债市复盘：利率先上后下 流动性维持适度宽松

2

基本面数据变化或支撑债市收益率下行

3

支持性的货币政策有望助力市场流动性

4

机构仍维持较强配置需求

5

债市策略：下半年震荡为主，关注配置窗口和化债红利

6

风险提示

利率债：预计震荡为主，关注经济数据和避险情绪影响下的配置机会

- 2025年上半年，债市呈现出“先抑后扬”的特征，曲线形态由熊平向牛平转变，表明市场对政策宽松的预期逐步强化。展望下半年，宏观经济处于新旧动能转换的关键阶段，尽管全年有望实现5%的经济增长目标，但传统行业的下行压力仍较大，受经济基本面的影响，货币政策或仍将以“适度宽松”为主基调，资金利率或维持在政策利率偏上方波动，同时不排除央行继续通过买断式逆回购、MLF投放等方式进行流动性调节。上半年地方政府专项债和超长期特别国债的加快发行将成为支撑经济的重要抓手，尤其是在基建投资和消费提振领域，**三季度需关注专项债和国债供给是否有边际放缓的趋势，四季度关注2026年额度提前下发对债市的扰动。**利率债投资策略建议关注政策节奏与资金面变化，把握收益率曲线的陡峭化趋势，以获取更高的利差收益。下半年商业银行负债压力下配债需求仍将维持较高水平，理财资金受居民“存款搬家”支撑规模增长，但负债端稳定性下降，预计下半年维持短久期策略。
- **预计2025年债市以震荡为主，三季度受经济数据变化和避险情绪影响下配置窗口较强。策略以久期策略为主，超长债在资产荒背景下仍是核心资产，需防范保险资金减仓冲击。**

信用债：关注化债红利以及票息收益

- 2025年上半年信用债收益率整体下行，信用利差收窄，表明信用风险整体可控。信用债挖掘策略应聚焦于经济基本面稳健、财政支持力度较大的区域，同时关注低溢价小盘债和正股封板有题材支撑的转债情绪套利机会，以实现风险与收益的平衡。在资金面宽松但利率震荡背景下，信用估值波动可能放大，票息收益确定性将增加。
- 城投债在隐性债务清零加速，违约风险较低的背景下，化债红利下的票息有挖掘机会。产业债关注高等级拉长久期和结构性品种，关注公用事业、交运、有色等避险方向，以及科创债、绿色债政策红利方向。银行二永债以波段交易为主，关注高等级股份行永续债利率调整后的机会。

目 录

1

债市复盘：利率先上后下 流动性维持适度宽松

2

基本面数据变化或支撑债市收益率下行

3

支持性的货币政策有望助力市场流动性

4

机构仍维持较强配置需求

5

债市策略：下半年震荡为主，关注配置窗口和化债红利

6

风险提示

- (1) 央行货币政策框架变动风险：货币政策框架随着经济及监管导向有持续变动的可能；
- (2) 经济数据不及预期：经济数据受多方影响有不及预期的可能；
- (3) 市场波动风险：债券市场对政策影响不可预测；
- (4) 债券发行超预期风险：财政政策超预期导致政府债供给增加带来债市变动风险；
- (5) 信用利差走扩风险：信用债受资金面趋紧等因素回调,关注信用利差显著走阔的风险；
- (6) 汇率与资本流动风险：人民币汇率与美元指数的联动分析存在政策不确定性，若中美利差持续倒挂或地缘政治因素导致跨境资本流动加剧，可能引发外汇占款波动，进而影响银行间流动性供给。

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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人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。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。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）相对同期相关证券市场代图表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往图表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场图表现的投资建议，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。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。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。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号 华融大厦辅楼2层 邮编：518046