

2025 年 08 月 23 日

证券研究报告|策略研究|策略点评

本轮行情来慢牛特征显著，近期波动或增加

报告摘要

核心观点：

- ◆ 本周海外风险因素边际缓和，市场对美联储降息预期折返跑。近期市场担心北京时间周五晚鲍威尔在杰克逊霍尔发表鹰派讲话，全球风险偏好降温，标普 500 连续 5 个交易日下跌，美股大型科技股普遍回落。但鲍威尔讲话偏鸽，称美联储对降息持开放态度。其讲话期间美股三大指数快速上涨，道指创历史新高。市场预期 9 月降息概率较前一日大幅提升至 89.3%。
- ◆ 在全球风险偏好降温，美股连续下跌背景下，本周沪指站上 3800 点，A 股日成交额均站在 2 万亿元之上，已连续 8 个交易日破 2 万亿元，反映出 A 股市场交投热情高涨，市场情绪乐观。结构上，周内板块出现阶段性高切低现象，资金流向近日政策指引的大消费板块和部分资源品板块，并逐渐扩散至顺周期板块。周五，DeepSeek 对于下一代国产芯片设计的指引再度点燃了市场对于国产自主可控芯片的投资热情。
- ◆ 与以往不同，在“稳股市”的政策基调下，维稳政策推动市场稳步上行。本轮牛市至今已呈现出较显著的慢牛特征，5 月以来市场波动率多数时间处于近十年的较低水平，未来有望走成持续性慢牛。
- ◆ 但需关注边际上出现了一定变化。本周沪指连续站上 3700 点和 3800 点两大重要整数关口，上涨有所加速，同时近期券商股多次出现异动，因此需要密切关注近期大盘是否将迎来变盘，是会出现券商带领下继续加速，还是阶段性整理回归低波慢牛走势。
- ◆ 我们通过复盘 2010 年以来“牛市旗手”券商股引领的牛市上涨行情，思考未来某一时间段若券商启动，本轮行情或将如何演绎。

作者

董忠云	分析师
SAC 执业证书：S0640515120001	
联系电话：010-59562478	
邮箱：dongzy@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC 执业证书：S0640520030001	
联系电话：010-59219572	
邮箱：liuqd@avicsec.com	
庞晨	研究助理
SAC 执业证书：S0640124040009	
联系电话：	
邮箱：pangc@avicsec.com	
王警仪	研究助理
SAC 执业证书：S0640123090015	
联系电话：	
邮箱：wangjybj@avicsec.com	
杨子萌	研究助理
SAC 执业证书：S0640124060008	
联系电话：	
邮箱：yangzm@avicsec.com	

相关研究报告

中航策略周报：《当前流动性与预期好转驱动的牛市仍较为健康》

中航策略周报：《新一轮“五年规划”下的市场择时——十五五系列专题（一）》

中航策略周报：《震荡调整是为了更稳步的突破》

中航策略周报：《“反内卷”行情将怎么演绎、如何配置》

中航策略周报：《政策和基本面共同提振市场预期，经济转型牛主升浪或已启动》

中航策略周报：《经济转型牛持续，军工和资源品有望成为三季度市场主线》

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

2010 年以来，万得全 A 成交额与收盘价的相关系数达 0.83，量价较高的正相关显示 A 股走势较为符合量价同升齐降的规律。而成交量直接利好券商业绩，因此券商股上涨常被视作市场对 A 股后市看好，成为 A 股行情风向标，故而得名“牛市旗手”。

市场走势：



- ◆ 结果来看，券商领涨的牛市行情中，上证指数突破阶段性高点后仍将持续上涨 30~40 交易日，整体上涨幅度逐步放缓，之后进行阶段性的震荡。风格方面，突破后前十个交易日内大盘和金融地产风格弹性更大。结合赔率和胜率，整个上涨阶段小盘、先进制造风格上涨的持续性更强。分行业来看，突破后前二十个交易日非银金融和国防军工弹性最大；结合赔率和胜率，电子和综合上涨持续性最强。
- ◆ 中航证券军工组认为，短期内，商业航天发射和卫星星座建设仍将继续作为商业航天产业波动的重要驱动因素，事件刺激的敏感度将保持高位，而外部环境波动对商业航天相关上市公司冲击有限。中期看，卫星制造等细分领域的行业拐点已然不远，2025 年内基本面修复可期，主题活跃+业绩提振有望构成板块行情的主旋律。长期看，行业需求释放带动基本面持续改善与市场预期的不断兑现推动估值提升将促使商业航天板块走势持续在震荡中重心持续上移。

投资建议：

- ◆ 往后看，本轮行情慢牛特征显著。9 月美联储降息概率较高，或将为全球释放较大流动性。近期券商有所异动，沪指涨幅加速，关注风格变化。中期看，人工智能、券商、稀土、创新药或将成为 A 股阶段性主线。后续仍存在“九三阅兵”以及四中全会等重要催化，关注国内反内卷政策推进情况和“十五五”规划政策线索。

本周市场回顾：

根据同花顺数据，本周市场整体上涨，上证指数（3.49%）、深证成指（4.57%）、沪深 300（4.18%）、科创 50（13.31%）、创业板指（5.85%）、中证 500（3.87%）、中证 1000（3.45%），均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 6.25%。分行业来看，申万一级行业中通信、电子、综合表现较强，分别上涨 10.84%、8.95%、8.25%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 25874.80 亿元，较上周增加 4855.89 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 21.90 倍，较上周上涨 3.68%。

正文：

本周海外风险因素边际缓和，市场对美联储降息预期折返跑。近期市场担心北京时间周五晚鲍威尔在杰克逊霍尔发表鹰派讲话，全球风险偏好降温，标普 500 连续 5 个交易日下跌，美股大型科技股普遍回落。但鲍威尔讲话偏鸽，称美联储对降息持开放态度。其讲话期间美股三大指数快速上涨，道指创历史新高。讲话后市场预期 9 月降息概率较前一日大幅提升至 89.3%。

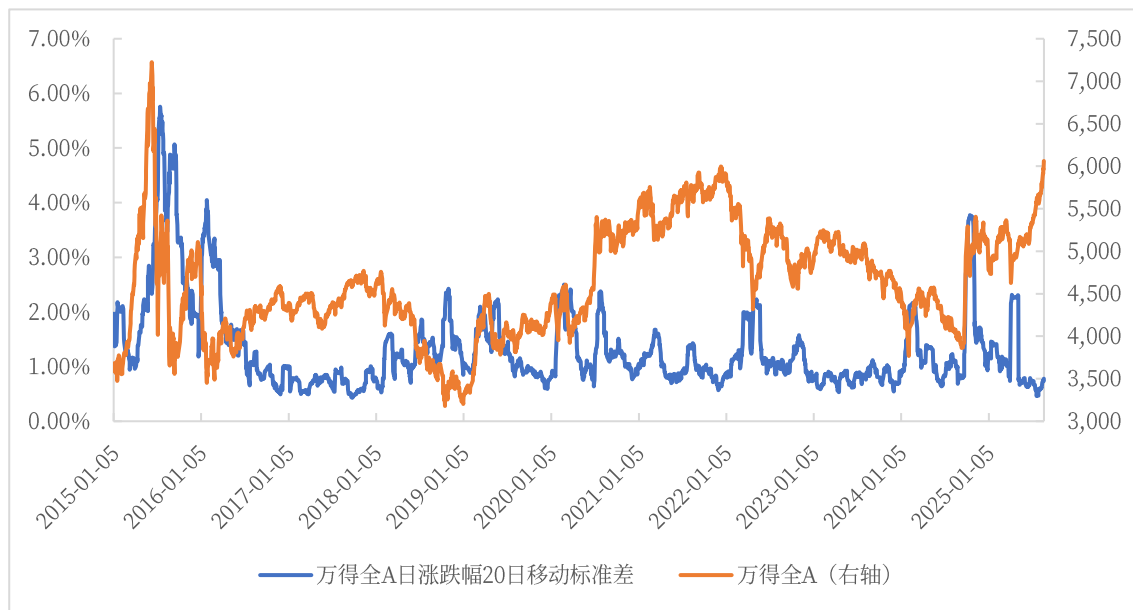
俄乌冲突方面，美国总统特朗普 8 月 18 日表示将开始筹备俄乌领导人双边会晤并随后举行美俄乌三方领导人会晤。中美关税风险缓和，美国财政部部长表示对目前与中国的关税情况非常满意，并认为会在 11 月之前再次见面，近期特朗普政府总体上已降低对华的对抗性措辞，或显示中美的紧张关系依然处于缓和状态。杰克逊霍尔会议上，鲍威尔讲话偏鸽，其表示形势表明美国就业下行风险上升，风险平衡的变化可能构成调整政策的理由，美联储对降息持开放态度。据 CME 美联储观察工具，鲍威尔讲话后市场预期 9 月降息概率为 89.3%，较前一日上升 14.3pct，较一周前上升 3.9pct。

在近期全球风险偏好降温，美股连续下跌背景下，本周沪指站上 3800 点，A 股日成交额均站在 2 万亿元之上，已连续 8 个交易日破 2 万亿元，反映出 A 股市场交投热情高涨，市场情绪乐观。结构上，周内板块出现阶段性高切低现象，资金流向近日政策指引的大消费板块和部分资源品板块，并逐渐扩散至顺周期板块。8 月 18 日，李强主持召开国务院第九次全体会议表示，要抓住关键着力点做强国内大循环，持续激发消费潜力，采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势。周五，DeepSeek 对于下一代国产芯片设计的指引再度点燃了市场对于国产自主可控芯片的投资热情。

与以往不同，在“稳股市”的政策基调下，维稳政策推动市场稳步上行。本轮牛市至今已呈现出较显著的慢牛特征，5 月以来市场波动率多数时间处于近十年的较低水平，未来有望走成持续性慢牛。自本轮“924”行情开启以来，政策端企稳资本市场态度明确，支撑股市形成慢牛格局。自去年“924”行情以来，政策层多次强调大力推动中长期资金入市，强调

积极实施长周期考核，提高权益类基金规模和占比等。国家推动中长期资金入市引导下，对助力股市长期健康发展导向明确。在今年四月“对等关税”引发市场波动阶段，政策端持续发力，国家队进场，维护市场平稳运行。近期“反内卷”相关政策导向又从供给端推动落后产能有序退出，有望加速推动中国经济转型发展。在政策支撑下，近期市场稳步前行，万得全 A 震荡上行，逐步突破前高，且其波动率延续低位。截至 8 月 22 日，万得全 A 波动率仅位于近十年 20% 水平，显现出政策呵护市场平稳发展下，本轮市场或有望形成慢牛格局。

图1 万得全 A 震荡走高，波动率延续低位（单位：%、点）



资料来源：Wind，中航证券研究所（注：数据截至 2025 年 8 月 22 日）

但需关注边际上出现了一定变化。本周沪指连续站上 3700 点和 3800 点两大重要整数关口，上涨有所加速，同时近期券商股多次出现异动，因此需要密切关注近期大盘是否将迎来变盘，是会出现在券商带领下继续加速，还是阶段性整理回归低波慢牛走势。

我们通过复盘 2010 年以来“牛市旗手”券商股引领的牛市上涨行情，思考未来某一段时间段若券商启动，本轮行情或将如何演绎。2010 年以来，万得全 A 成交额与收盘价的相关系数达 0.83，量价较高的正相关显示 A 股走势较为符合量价同升齐降的规律。而成交量直接利好券商业绩，因此券商股上涨常被视作市场对 A 股后市看好，成为 A 股行情风向标，故而得名“牛市旗手”。

我们通过 4 个条件筛选历史上牛市行情中券商股领涨引领的阶段：

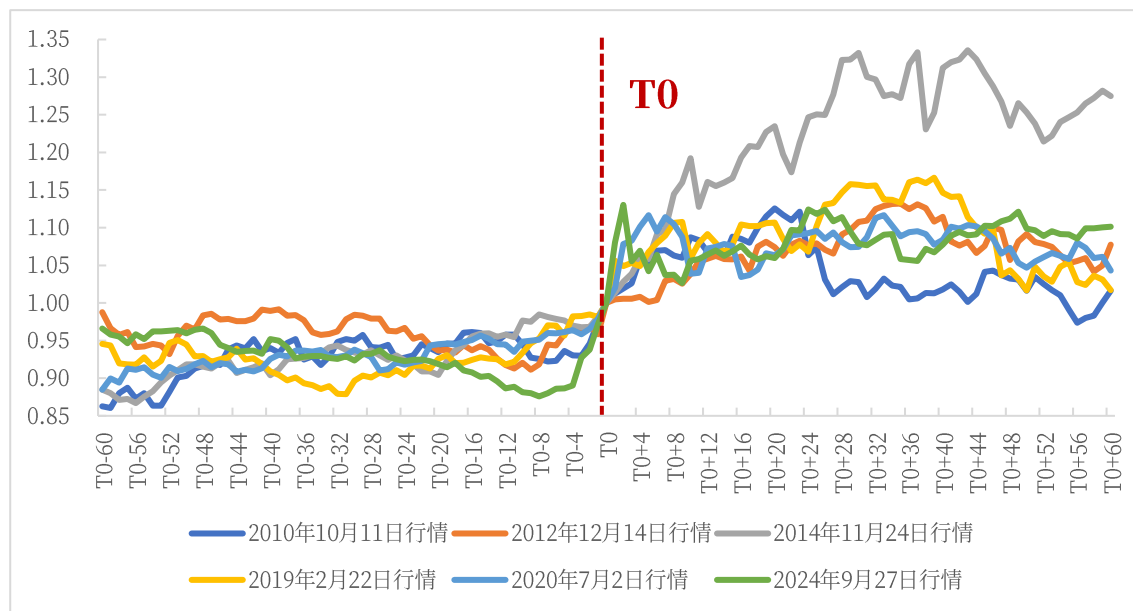
- 条件 1：申万二级行业证券 II 单日涨幅 $\geq 5\%$ ；
- 条件 2：证券 II 在当日的申万二级行业中涨幅排名前 5；
- 条件 3：30 个交易日内至少出现 3 次同时满足条件 1、2；

条件 4：满足条件 3 的券商领涨阶段中，从首个满足条件 1 与 2 的交易日为区间起点，以倒数第三个满足条件 1 与 2 的交易日之后的第 30 交易日为区间终点。区间内上证指数收盘价突破过首日之前 1 个季度的最高点。

首先，先通过条件 1、2、3 筛选出出现券商股领涨的阶段，该区间内券商股大概率形成了趋势性上涨，并领涨市场。筛选后共得到 8 段券商领涨区间，各区间内首个满足条件 1、2 的交易日分别为：2010 年 10 月 11 日、2012 年 12 月 5 日、2014 年 11 月 12 日、2015 年 6 月 30 日、2015 年 11 月 4 日、2019 年 1 月 4 日、2020 年 7 月 2 日、2024 年 9 月 24 日。

进一步，通过条件 4 确认，在券商领涨阶段下，A 股突破阶段性高点，大概率处于牛市行情中。考虑到市场关注度较高的心理关口和关键点位往往以上证指数作为观测指标，因此以上证指数突破作为条件标准。通过条件 4，我们剔除了 2015 年大跌中，券商领涨但上证指数未突破此前一个季度的高点的两段区间，我们将这两段区间视为反弹而非牛市。剩余的 6 段行情中，我们以上证指数突破券商领涨起点前一季度高点的首个交易日记为 T0，最终共得到 6 个交易日：2010 年 10 月 11 日、2012 年 12 月 14 日、2014 年 11 月 24 日、2019 年 2 月 22 日、2020 年 7 月 2 日、2024 年 9 月 27 日。

图2 具备牛市趋势并形成突破的沪指走势



资料来源：Wind，中航证券研究所（注：日期单位为交易日）

结果来看，券商领涨的牛市行情中，上证指数突破阶段性高点后仍将持续上涨 30~40 交易日，整体上涨幅度逐步放缓，之后进行阶段性的震荡。风格方面，突破后前十个交易

日内大盘和金融地产风格弹性更大。结合赔率和胜率，整个上涨阶段小盘、先进制造风格上涨的持续性更强。行情突破伊始，市场呈现各风格胜率 100% 的普涨，或因券商异动点燃市场情绪，大盘风格较大盘更为受益，结构上金融地产、科技占优，消费、医药表现相对落后。行情中段，11~20 交易日期间万得全 A、成长、周期仍维持较高胜率，结构上各个风格涨幅差距缩小，金融地产、科技涨幅相对落后；31~40 交易日期间消费、先进制造胜率、赔率较高。此后进入震荡区间，41~50 个交易日区间，小盘风格、先进制造、消费、科技胜率仍过半，但平均涨幅受到 2019 年杀跌拖累。51~60 交易日期间，仅有红利风格胜率过半，大盘、科技、金融地产、红利经过前期调整后率先反弹。

表1: 历次牛市旗手券商股引领行情中，各类风格表现平均数（单位：%）

	T0~T0+10	T0+11~T0+20	T0+21~T0+30	T0+31~T0+40	T0+41~T0+50	T0+51~T0+60
万得全 A	10.99%	3.18%	1.38%	0.21%	-2.74%	-0.13%
大盘指数(申万)	12.40%	2.81%	1.85%	-0.40%	-3.50%	0.39%
小盘指数(申万)	9.89%	4.08%	0.70%	0.73%	-2.11%	-0.72%
国证价值	10.65%	3.12%	2.00%	-1.13%	-2.82%	-0.04%
国证成长	11.31%	3.53%	0.71%	0.68%	-3.46%	-0.07%
周期	9.48%	4.57%	0.64%	-0.63%	-2.90%	-0.39%
先进制造	10.20%	4.92%	0.98%	1.47%	-2.25%	-0.58%
消费	6.22%	4.08%	1.48%	1.55%	-1.33%	-1.33%
医药医疗	6.61%	4.78%	1.30%	1.74%	-2.24%	-0.83%
科技(TMT)	11.56%	2.53%	1.02%	1.74%	-1.19%	0.11%
金融地产	15.93%	1.50%	3.18%	-1.67%	-3.60%	0.51%
中证红利	8.85%	3.43%	1.82%	-0.97%	-2.01%	0.16%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：日期单位为交易日）

表2: 历次牛市旗手券商股引领行情中，各类风格表现胜率（单位：%）

	T0~T0+10	T0+11~T0+20	T0+21~T0+30	T0+31~T0+40	T0+41~T0+50	T0+51~T0+60
万得全 A	100.00%	100.00%	83.33%	66.67%	33.33%	33.33%
大盘指数(申万)	100.00%	83.33%	66.67%	16.67%	16.67%	50.00%
小盘指数(申万)	100.00%	83.33%	83.33%	50.00%	66.67%	33.33%
国证价值	100.00%	83.33%	66.67%	16.67%	16.67%	33.33%
国证成长	100.00%	100.00%	66.67%	66.67%	33.33%	33.33%
周期	100.00%	100.00%	66.67%	50.00%	33.33%	50.00%
先进制造	100.00%	83.33%	83.33%	83.33%	66.67%	33.33%
消费	100.00%	83.33%	50.00%	83.33%	66.67%	33.33%
医药医疗	100.00%	83.33%	83.33%	66.67%	50.00%	33.33%
科技(TMT)	100.00%	66.67%	50.00%	50.00%	66.67%	33.33%
金融地产	100.00%	66.67%	83.33%	0.00%	16.67%	50.00%
中证红利	100.00%	83.33%	66.67%	33.33%	33.33%	66.67%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：日期单位为交易日）

分行业来看，突破后前二十个交易日非银金融和国防军工弹性最大；结合赔率和胜率，电子和综合上涨持续性最强。行情伊始，行业视角也验证了形成普涨，31 个申万一级行业胜率全部过半，27 个行业胜率达 100%，非银金融、国防军工、计算机涨幅突出。行情中段，11~20 交易日期间，国防军工平均涨幅排名第一，其次是社会服务和建筑装饰，非银金融涨幅较小，或由于牛市旗手券商股先行领涨。21~30 交易日期间各行业涨幅差距缩小，31~40 交易日期间仍有 21 个行业上涨，16 个行业胜率过半。行情尾声，51~60 交易日期间仅有 5 个行业上涨，6 个行业胜率过半。

表3: 历次牛市旗手券商股引领行情中，各行业表现平均数（单位：%）

	T0~T0+10	T0+11~T0+20	T0+21~T0+30	T0+31~T0+40	T0+41~T0+50	T0+51~T0+60
农林牧渔	7.75%	5.45%	-0.08%	0.98%	-1.61%	-3.33%
基础化工	7.53%	5.03%	2.54%	0.50%	-2.42%	-0.81%
钢铁	9.43%	5.76%	-1.13%	-2.79%	-0.64%	-1.46%
有色金属	12.54%	2.99%	-1.33%	-2.03%	-3.06%	-0.24%
电子	10.58%	2.98%	0.85%	1.13%	-0.82%	0.17%
家用电器	7.73%	2.92%	2.10%	0.82%	-1.39%	1.40%
食品饮料	5.27%	4.11%	2.28%	2.34%	-1.44%	-1.60%
纺织服饰	6.29%	2.97%	0.66%	1.70%	-0.46%	-1.39%
轻工制造	6.55%	4.07%	2.23%	1.27%	-1.55%	-1.30%
医药生物	6.19%	4.97%	1.64%	1.79%	-2.17%	-0.88%
公用事业	7.33%	4.67%	-0.67%	0.21%	-1.28%	-0.51%
交通运输	8.20%	4.12%	1.11%	-0.84%	-2.50%	-0.22%
房地产	9.68%	4.10%	2.09%	-2.01%	-2.76%	-0.62%
商贸零售	8.05%	4.06%	1.05%	0.13%	-0.22%	-1.82%
社会服务	4.41%	8.17%	0.69%	0.75%	0.05%	-1.00%
综合	9.71%	5.84%	0.23%	1.66%	-1.68%	-0.52%
建筑材料	8.59%	5.52%	2.36%	0.00%	-3.19%	-0.07%
建筑装饰	9.71%	7.59%	1.23%	-0.81%	-2.72%	-0.66%
电力设备	8.33%	6.01%	0.16%	2.23%	-3.03%	-0.26%
国防军工	15.81%	8.58%	0.96%	-1.70%	-0.80%	-1.30%
计算机	14.47%	2.39%	1.95%	2.28%	-0.95%	-0.23%
传媒	9.18%	3.76%	0.07%	3.27%	-0.18%	-2.27%
通信	10.86%	1.20%	0.75%	1.38%	-2.14%	1.31%
银行	11.41%	1.72%	3.42%	-1.74%	-2.66%	0.84%
非银金融	24.84%	0.33%	2.33%	-0.64%	-4.81%	-0.16%
汽车	10.18%	2.29%	2.02%	1.37%	-3.00%	-0.65%
机械设备	11.28%	4.31%	1.27%	2.20%	-1.93%	-0.51%
煤炭	12.38%	2.04%	-0.39%	-1.79%	-3.00%	-0.31%
石油石化	6.94%	3.17%	2.50%	0.49%	-3.74%	-0.12%

环保	9.05%	6.31%	0.41%	3.42%	-1.41%	-1.02%
美容护理	4.81%	3.40%	1.45%	1.45%	-2.52%	0.58%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：日期单位为交易日）

表4: 历次牛市旗手券商股引领行情中，各行业表现胜率（单位：%）

	T0~T0+10	T0+11~T0+20	T0+21~T0+30	T0+31~T0+40	T0+41~T0+50	T0+51~T0+60
农林牧渔	100.00%	83.33%	33.33%	66.67%	66.67%	16.67%
基础化工	100.00%	83.33%	83.33%	66.67%	50.00%	33.33%
钢铁	100.00%	100.00%	33.33%	16.67%	66.67%	50.00%
有色金属	100.00%	83.33%	33.33%	16.67%	50.00%	50.00%
电子	100.00%	66.67%	66.67%	66.67%	66.67%	50.00%
家用电器	83.33%	50.00%	83.33%	50.00%	33.33%	66.67%
食品饮料	100.00%	100.00%	66.67%	66.67%	33.33%	33.33%
纺织服饰	100.00%	83.33%	66.67%	66.67%	50.00%	33.33%
轻工制造	100.00%	83.33%	83.33%	66.67%	50.00%	16.67%
医药生物	83.33%	83.33%	83.33%	66.67%	50.00%	33.33%
公用事业	100.00%	100.00%	66.67%	50.00%	50.00%	33.33%
交通运输	100.00%	100.00%	83.33%	50.00%	16.67%	50.00%
房地产	100.00%	66.67%	66.67%	16.67%	33.33%	50.00%
商贸零售	100.00%	66.67%	50.00%	33.33%	50.00%	16.67%
社会服务	66.67%	83.33%	50.00%	50.00%	66.67%	66.67%
综合	100.00%	83.33%	66.67%	66.67%	66.67%	33.33%
建筑材料	100.00%	100.00%	66.67%	66.67%	33.33%	66.67%
建筑装饰	100.00%	100.00%	66.67%	16.67%	33.33%	33.33%
电力设备	100.00%	83.33%	66.67%	83.33%	33.33%	33.33%
国防军工	100.00%	83.33%	66.67%	33.33%	66.67%	33.33%
计算机	100.00%	50.00%	50.00%	66.67%	66.67%	33.33%
传媒	100.00%	83.33%	50.00%	66.67%	66.67%	33.33%
通信	100.00%	33.33%	50.00%	66.67%	66.67%	50.00%
银行	100.00%	66.67%	66.67%	16.67%	50.00%	66.67%
非银金融	100.00%	50.00%	83.33%	50.00%	16.67%	33.33%
汽车	100.00%	83.33%	83.33%	66.67%	33.33%	33.33%
机械设备	100.00%	83.33%	83.33%	83.33%	33.33%	50.00%
煤炭	100.00%	66.67%	50.00%	16.67%	50.00%	33.33%
石油石化	100.00%	83.33%	83.33%	50.00%	33.33%	66.67%
环保	100.00%	100.00%	83.33%	83.33%	50.00%	16.67%
美容护理	83.33%	83.33%	50.00%	50.00%	66.67%	66.67%

数据来源：Wind，中航证券研究所整理（注：日期单位为交易日）

中航证券军工组认为，近期，商业航天领域利好频现。回顾前七月，我国航天发射次数再创同期新高。展望下半年，发射次数的环比有望明显增长，2025 全年我国航天发射次数

有望再上新台阶。结合多个新的卫星发射计划的提出，我国卫星发射数量在未来几年有望维持不断提速的趋势，并将在中长期持续支撑卫星制造产业的收入与净利润规模增速逐步提升。我们认为，在我国“航天强国”战略支撑下，随着卫星互联网、千帆星座等巨型星座进入实质性的建设阶段，我国商业航天产业有望摆脱传统项目制，迎来大批量生产阶段。

站在当前时点，我们判断，短期内，商业航天发射和卫星星座建设仍将继续作为商业航天产业波动的重要驱动因素，事件刺激的敏感度将保持高位，而外部环境波动对商业航天相关上市公司冲击有限；中期看，卫星制造等细分领域的行业拐点已然不远，2025 年内基本面修复可期，主题活跃+业绩提振有望构成板块行情的主旋律；长期看，行业需求释放带动基本面持续改善与市场预期的不断兑现推动估值提升将促使商业航天板块走势持续在震荡中重心持续上移。

投资建议：

往后看，本轮行情慢牛特征显著。9 月美联储降息概率较高，或将为全球释放较大流动性。近期券商有所异动，沪指涨幅加速，关注行情是否迎来变盘点。中期看，人工智能、券商、稀土、创新药或将成为 A 股阶段性主线。后续仍存在“九三阅兵”以及四中全会等重要催化，关注国内反内卷政策推进情况和“十五五”规划政策线索。

风险提示：

- 1.国内政策推行不及预期；
- 2.地缘政治事件超预期；
- 3.海外流动性宽松不及预期；

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

销售团队：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者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。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637