

金融市场分析周报

(2025.02.17-2025.02.21)

报告摘要

- 资金面分析：**税期、政府债融资等多因素下，资金价格维持高位；跨月叠加逆回购到期额仍位于高位，关注央行支持情况。本周央行开展了 15261 亿元逆回购操作，因有 10443 亿元逆回购到期，此外周内还有 5000 亿元 MLF 到期，全周净回笼 182 亿元。税期、政府债融资等多因素下，本周资金价格维持高位。下周税期仍将持续，下周一为缴税走款最后一天，预计随跨月结束，其对资金面影响将有所缓解。但税期结束的同时，下周一开始 7d 资金跨月，也将对资金面带来一定程度的季节性冲击。下周政府债券融资额环比小幅回落，但绝对水平仍不低，在资金面较为脆弱期间，其对资金市场扰动仍存。本周大量逆回购及 MLF 到期，央行维持投放力度进行应对。下周逆回购到期额位于高位，同时下周往往为 MLF 续作时点，关注央行投放情况。
- 利率债：**本周无经济数据发布，主要为地产月度数据企稳，总书记召开民营企业座谈会，民营企业座谈会召开后，科技板块领涨股市，权益表现较好，风险偏好回升压制债市情绪。同时，由于 2025 年以来资金面持续收紧带来的债市下跌，基金及资管面临赎回压力，进一步加剧利率债抛售，但由于市场整体杠杆较低，形成负反馈的概率极低。目前债市并无反转式利空，仅为央行为债市降温而采取的临时紧缩措施，税期过后流动性或边际缓和，资金面收紧并非持续性，仅为阶段性。但两会前政策预期不确定性仍存，但市场预期政策超预期的可能性较低。在周五上行后，10 年国债突破 1.7%，30 年国债突破 1.9%，上行后买盘力量较大，市场认为已经有一定的交易价值，继续把握恐慌带来的交易性机会。
- 权益市场：**本周市场整体上涨，成长风格表现较强。本周市场整体上

主要数据

上证指数	3346.0398
沪深 300	3925.6505
深证成指	10854.4956

主要指数走势图



作者

符畅 分析师
SAC 执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

相关研究报告

美联储会议纪要显示进一步降息须通胀下行
—2025-02-24
金融市场分析周报 —2025-02-21
美联储降息前景不甚明朗，我国 1 月金融数据明显改善 —2025-02-17

涨，上证指数（0.97%）、深证成指（2.25%）、沪深 300（1.00%）、科创 50（7.07%）、创业板指（2.99%）、中证 500（1.84%）、中证 1000（3.21%），均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 4.47%，金融风格表现较弱，下跌 0.61%。分行业来看，申万一级行业中通信、机械设备、电子表现较强，分别上涨 8.09%、7.77%、6.96%；煤炭、传媒、房地产表现较弱，分别下跌 4.31%、1.80%、1.58%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 19139.63 亿元，较上周增加 1643.26 亿元。展望未来，DeepSeek 引发全球资本对中国科技股重估，阿里巴巴 Capex 重回扩张期确认产业趋势，科技股或将进入拥挤度“失效期”，科特估行情重现并有望成为本轮行情主线之一。

- **美元指数分析：美联储 FOMC 会议纪要新增信息有限，美元指数持续小幅回落。**本周美联储 1 月份 FOMC 会议纪要公布。纪要显示美国总统新政策引发了美联储对于通胀的担忧。在重启降息前，美联储希望看到通胀进一步缓解。同时委员们认为美国经济保持稳健，就业和通胀目标大致平衡。本周多位美联储官员发言，整体表述，对于控制通胀抱有信心，但美国经济、劳动力市场表现稳健，降息时点仍需观察。也有官员表示，预计今年仍将有两次降息。本周日本通胀数据公布，日本 1 月份 CPI 同比增 3.2%，高于市场预期，PPI 同比增幅亦高达 4%。整体来看，本周美联储 FOMC 会议纪要新增信息有限，美元指数持续小幅回落。

风险提示：货币政策超预期收紧，经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹，地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现，美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

正文目录

一、 本周重点经济	4
1.1 一周要闻	4
二、 固定收益市场分析	4
2.1 资金面分析：税期、政府债融资等多因素下，资金价格维持高位； 跨月叠加逆回购到期额仍位于高位，关注央行支持情况	4
2.2 利率债走势分析：央行在税期继续净回笼资金，资金继续偏紧，利 率债本周震荡上行	6
2.3 存单信用债分析：存单融资额环比回落、信用债融资额环比回升； 信用债收益率整体上行	8
三、 主要资产价格分析	9
3.1 权益市场分析：阿里 Capex 重回扩张期确认产业趋势，科技股或将 进入拥挤度“失效期”	9
3.2 美元指数分析：美联储 FOMC 会议纪要新增信息有限，美元指数持 续小幅回落	10

一、 本周重点经济

1.1 一周要闻

1) 美联储公布 1 月货币政策会议纪要显示，特朗普的初步政策建议引发了美联储对通胀上升的担忧。美联储希望在决定再次降息之前看到“通胀方面的进一步进展”。委员会一致认为，最近的指标表明经济活动继续以稳健的速度扩张。目前通胀率仍然略高，经济前景不确定，实现就业和通胀目标的风险大致平衡。

2) 国家统计局 70 城房价数据出炉。1 月份，70 个大中城市中，新房价格环比上涨城市较上月有所增加，一线城市新房和二手房价格环比继续上涨，二线城市新房价格自 2023 年 6 月以来首次环比上涨。其中，南京、成都新房价格环比涨幅已经连续 2 个月并列第一，上海二手房价已经连续两个月领涨全国。业内人士认为，在一线城市房价上涨后，二线城市房价也开始上涨，说明房价趋稳向好的动力增强，有助于进一步引导市场预期，促进一季度楼市“小阳春”的出现。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：税期、政府债融资等多因素下，资金价格维持高位；跨月叠加逆回购到期额仍位于高位，关注央行支持情况

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净回笼 10073 亿元

本周央行开展了 15261 亿元逆回购操作，因有 10443 亿元逆回购到期，此外周内有 5000 亿元 MLF 到期，全周净回笼 182 亿元。下周央行公开市场将有 15261 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 1905 亿元、4892 亿元、5389 亿元、1250 亿元、1825 亿元。

表 1：本周公开市场操作（亿元）

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	2290	330	5580	1258	985
7 天	1905	4892	5389	1250	1825
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）	0	0	0	0	0
MLF（回笼）	0	5000	0	0	0
国库现金定存	0	0	0	0	900
净投放	-385	-438	-191	-8	1740

资料来源：Wind、中航证券研究所

资金面的复盘：税期、政府债融资等多因素下，资金价格维持高位。本周资金面面临多方面因素压制。本周 2 月份税期来临，本周四为缴税截止日，本周五及下周一缴税走款，同时本周政府债券融资额环比明显上行。在此

环境下，本周央行基本维持净回笼态势，仅周五转为净投放，一周仍维持净回笼态势。在此环境下资金价格较上周进一步上行，整体维持相对偏高位置。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 2.1481%，R007 加权平均升至 2.3100%；本周五交易所回购利率 GC001 加权平均升至 2.3760%，GC007 加权平均升至 2.3530%。

表 2：本周货币市场利率

市场	代码	周一 (%)	周二 (%)	周三 (%)	周四 (%)	周五 (%)
银行间回购	R001	2.0587	2.2813	2.0121	2.0784	2.1481
	R007	2.0924	2.4670	2.0816	2.1593	2.3100
	R014	2.1461	2.4894	2.2358	2.2711	2.3514
	R021	2.1055	2.3037	2.2340	2.2522	2.2286
	R1M	2.0048	2.1339	2.1364	2.0749	2.1413
上交所协议回购	206001	2.3340	2.6980	2.5010	2.4940	
	206007	2.2980	2.6680	2.4770	2.4440	2.5660
	206014	2.6810	2.9740	2.8070	2.7670	2.7860
	206021	5.1380	5.0890	3.9650	4.3670	5.4910
	206030	4.5510	3.6760	3.7140	3.8060	3.4020
利率互换定盘：1Y	FR007	1.7076	1.7553	1.7267	1.7617	1.7663

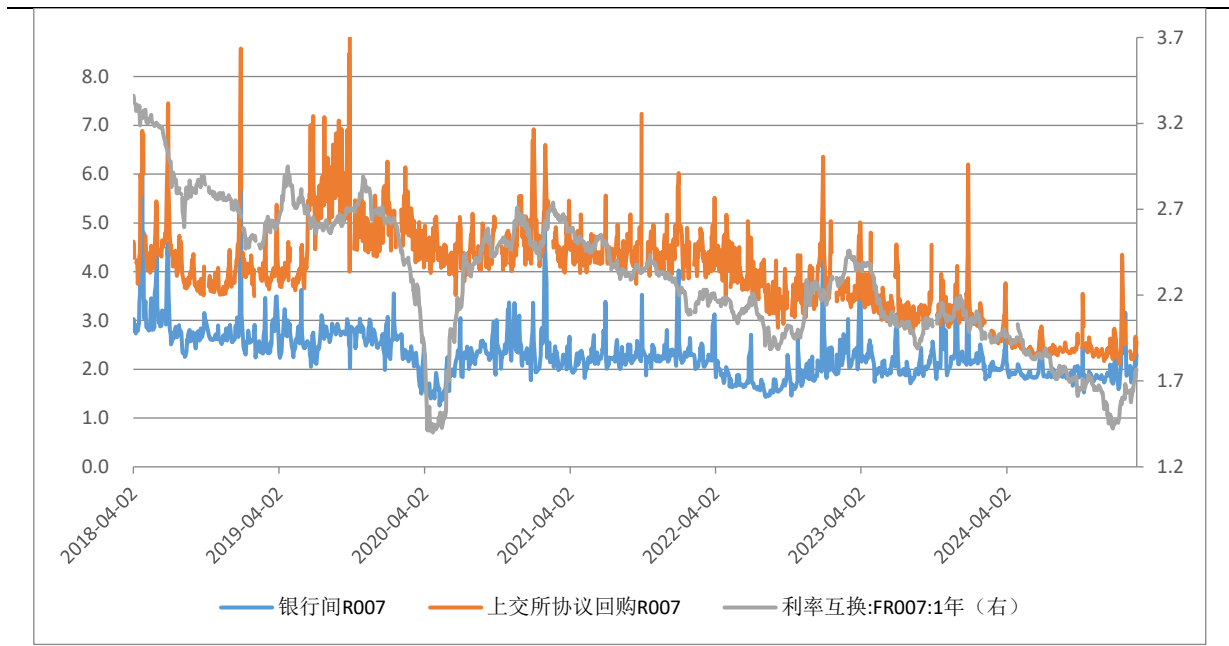
资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 资金面的展望：跨月叠加逆回购到期额仍位于高位，关注央行支持情况

近期央行发布 2024 年第四季度中国货币政策执行报告。报告表示，下一阶段，实施好适度宽松的货币政策。综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕。但同时央行在货币政策执行报告中对于汇率问题表述改变，稳汇率决心增强。整体来看，当前经济仍处于复苏阶段，金融数据仍较弱，实体经济融资需求有待增强，货币政策多年来重提适度宽松，但同时随近期美国大选落地，美国经济通胀韧性超预期，美元指数维持强势，短期内央行的工作重心可能更加偏向稳汇率，对货币政策宽松路径存在一定影响。

下周税期仍将持续，下周一为缴税走款最后一天，预计随跨月结束，其对资金面影响将有所缓解。但税期结束的同时，下周一开始 7d 资金跨月，也将对资金面带来一定程度的季节性冲击。下周政府债券融资额环比小幅回落，但绝对水平仍不低，在资金面较为脆弱期间，其对资金市场扰动仍存。本周大量逆回购及 MLF 到期，央行维持投放力度进行应对。下周逆回购到期额位于高位，同时下周往往为 MLF 续作时点，关注央行投放情况。

图 1：各期限资金价格走势（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

2.2 利率债走势分析：央行在税期继续净回笼资金，资金继续偏紧，利率债本周震荡上行

1) 利率债走势复盘：央行在税期继续净回笼资金，资金继续偏紧，利率债本周震荡上行

央行本周持续回笼资金，资金面收紧，明年降息预期以及经济刺激弱预期引导长端继续下行。

周一，央行以固定利率、数量招标方式开展了 1905 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 2290 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 385 亿元；资金继续紧张，日内震荡上行，日终上行 2.85bp；

周二，央行开展了 4892 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%。Wind 数据显示，当日 330 亿元逆回购和 5000 亿元 MLF 到期。存单大幅提价，资金紧张带动利率上行，10y 突破 1.7, 30 年突破 1.9，后由于资金放松以及权益调整利率下行，日终小幅下行 0.25bp；

周三，央行开展了 5389 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%。Wind 数据显示，当日 5580 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 191 亿元。资金面早盘紧张午后转松，利率债先上后下，午后持续小幅下行，经济预期的消息并未影响债市，日终长端下行 1.25bp。

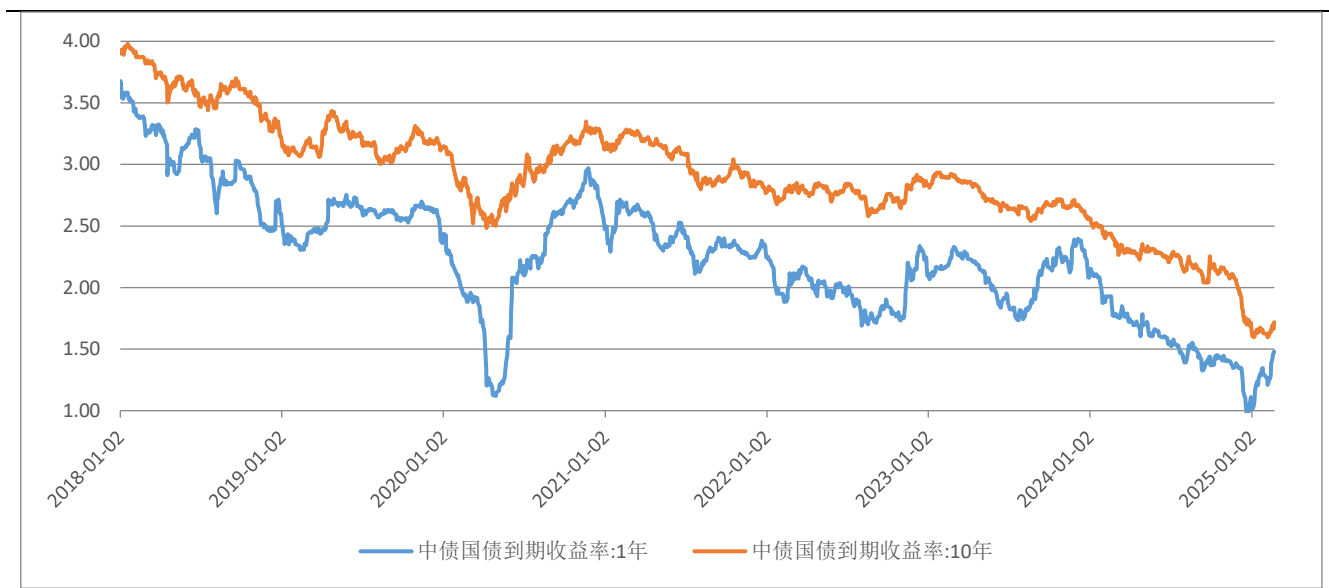
周四，央行开展了 1250 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%。Wind 数据显示，当日 1258 亿元逆回购到期，据此计算，单日净回笼 8 亿元。央行公开市场操作以固定利率、数量招标方式开展了 1250 亿元 7 天逆回购操作，当日有 1258 亿元逆回购到期，单日净回笼 8 亿元，资金面有所收紧，受资金面收紧压制，债市整体走弱，日终 10 年国债收益率上行 3.75bp 至 1.695%；

周五，央行开展了 1825 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.50%。Wind 数据显示，当日 985 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 840 亿元。虽然午后资金转松，但利率债未能继续下行，权益市场走高也产生一定

的翘板效应，主要系中美贸易、科技突围均有较大影响，债市调整，10 年国债突破 1.7%后继续上行，日终长端上行 3.25bp；

本周活跃券 10 年国债活跃券 240011 由 1.6440%上行 8.35bp 至 1.7275%，10 年国开活跃券 240215 由 1.6730%上行 7.15bp 至 1.7450%。

图 2：本周 10 年期国债收益率上行（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 利率债展望：本周无经济数据发布，主要为地产月度数据企稳，总书记召开民营企业座谈会，民营企业座谈会召开后，科技板块领涨股市，权益表现较好，风险偏好回升压制债市情绪。同时，由于 2025 年以来资金面持续收紧带来的债市下跌，基金及资管面临赎回压力，进一步加剧利率债抛售，但由于市场整体杠杆较低，形成负反馈的概率极低。目前债市并无反转式利空，仅为央行为债市降温而采取的临时紧缩措施，税期过后流动性或边际缓和，资金面收紧并非持续性，仅为阶段性。但两会前政策预期不确定性仍存，但市场预期政策超预期的可能性较低。在周五上行后，10 年国债突破 1.7%，30 年国债突破 1.9%，上行后买盘力量较大，市场认为已经有一定的交易价值，继续把握恐慌带来的交易性机会。

地产：国家统计局：1 月份一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，其中，北京下降 0.4%，广州持平，上海和深圳分别上涨 0.6%和 0.2%；一线城市二手住宅销售价格环比上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点，其中，北京、上海和深圳分别上涨 0.1%、0.4%和 0.4%，广州下降 0.2%。

整体看，本周无经济数据发布，主要为地产月度数据企稳，总书记召开民营企业座谈会，民营企业座谈会召开后，科技板块领涨股市，权益表现较好，风险偏好回升压制债市情绪。同时，由于 2025 年以来资金面持续收紧带来的债市下跌，基金及资管面临赎回压力，进一步加剧利率债抛售，但由于市场整体杠杆较低，形成负反馈的概率极低。目前债市并无反转式利空，仅为央行为债市降温而采取的临时紧缩措施，税期过后流动性或边际缓和，资金面收紧并非持续性，仅为阶段性。但两会前政策预期不确定性仍存，但市场预期政策超预期的可能性

较低。在周五上行后，10 年国债突破 1.7%，30 年国债突破 1.9%，上行后买盘力量较大，市场认为已经有一定的交易价值，继续把握恐慌带来的交易性机会。

2.3 存单信用债分析：存单融资额环比回落、信用债融资额环比回升；信用债收益率整体上行

1) 一级市场发行：存单融资额环比回落、信用债融资额环比回升

本周同业存单净融资规模为 2,142.70 亿元，发行总额达 7,155.80 亿元，平均发行利率为 1.9669%，到期量为 5,013.10 亿元。同业存单融资额环比回落。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 11.28bp 报 1.9659%，3M 期存单平均发行利率较上周上行 18.48bp 报 2.003%，6M 期存单平均发行利率较上周上行 16.97bp 报 1.9966%，9M 存单平均发行利率较上周上行 13.53bp 报 1.9435%。

信用债方面，本周非金融企业短融、中票、定向工具、企业债和公司债合计发行量约 3,649.83 亿元，环比增加 1,652.61 亿元，偿还量约 2,114.66 亿元，净融资额约 1,535.17 亿元，环比增加 338.48 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率整体上行

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率整体上行，1 年期各评级信用债收益率上行 14.08bp~上行 14.17bp, 3 年期各评级信用债收益率上行 9.17bp~上行 11.17bp, 5 年期各评级信用债收益率上行 7.09bp~上行 11.59bp。

表 3：信用债各期限收益率水平

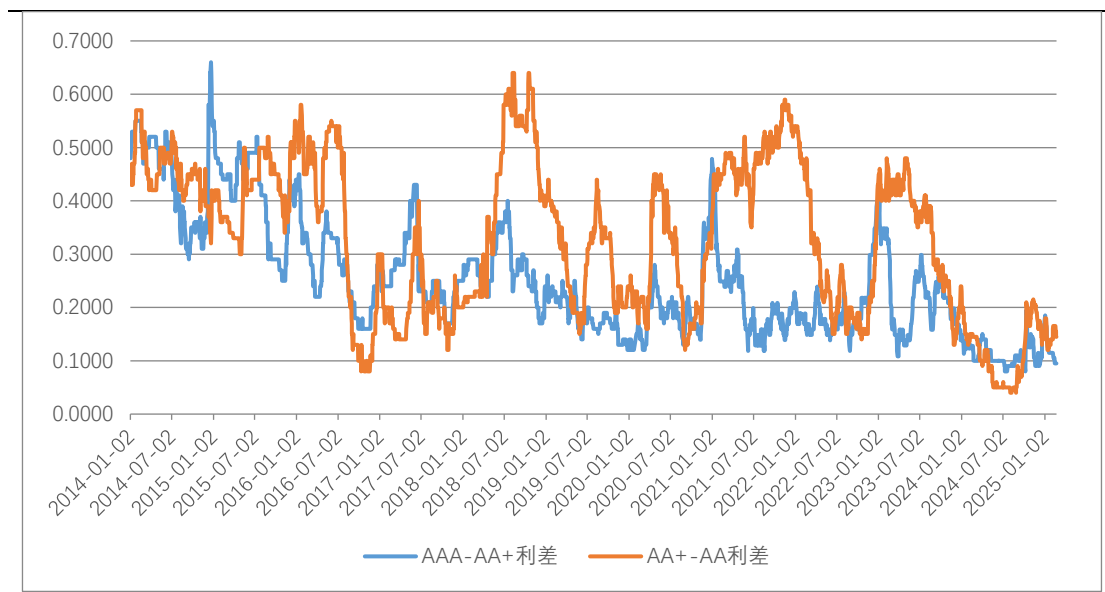
信用债种类	当前利率 (%)	2013 年以来分位数 (%)	较上周变动 (BP)
信用债(AAA):1 年	1.9717	3.60%	14.17
信用债(AAA):3 年	1.9838	1.70%	11.17
信用债(AAA):5 年	2.0282	1.50%	11.59
信用债(AA+):1 年	2.0608	3.50%	14.08
信用债(AA+):3 年	2.0788	1.70%	11.17
信用债(AA+):5 年	2.1282	1.50%	7.09
信用债(AA):1 年	2.1108	2.50%	14.08
信用债(AA):3 年	2.2238	2.40%	9.17
信用债(AA):5 年	2.3682	2.40%	11.20

资料来源：Wind、中航证券研究所

期限利差方面，AAA 级、AA+级、AA 级 3Y-1Y 利差整体缩小 3.00bp、缩小 2.91bp、缩小 4.91bp，5Y-3Y 利差分别扩大 0.42bp、缩小 4.08bp、扩大 2.03bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 10bp，较上周持平，AA 与 AA+之间的利差为 15bp，较上周缩小 2bp。

图 3：各评级信用利差变动（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：阿里 Capex 重回扩张期确认产业趋势，科技股或将进入拥挤度“失效期”

1) 权益市场走势复盘：本周市场整体上涨，成长风格表现较强

本周市场整体上涨，上证指数（0.97%）、深证成指（2.25%）、沪深 300（1.00%）、科创 50（7.07%）、创业板指（2.99%）、中证 500（1.84%）、中证 1000（3.21%），均表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 4.47%，金融风格表现较弱，下跌 0.61%。分行业来看，申万一级行业中通信、机械设备、电子表现较强，分别上涨 8.09%、7.77%、6.96%；煤炭、传媒、房地产表现较弱，分别下跌 4.31%、1.80%、1.58%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交金额为 19139.63 亿元，较上周增加 1643.26 亿元。

2) 权益市场展望：

2 月 20 日晚间，阿里巴巴业绩会上公布的资本开支计划大超预期，未来三年集团在云和 AI 的基础设施投入预计将超越过去十年的总和。回顾移动互联网行情和新能源行情的第二阶段，即景气度投资阶段，国内相关产业进入大规模扩张、渗透率爬坡期，资本开支增速均呈现快速提升态势。阿里巴巴作为中国科技企业的旗帜之一，本次明确将大幅提升云和 AI 基础设施领域的资本开支具有重要的指示意义，中国人工智能产业或将展开军备竞赛并进入大规模扩张期。鉴于此前 DeepSeek 大模型已经证明中国科技公司有能力在人工智能领域进入全球第一梯队，国内外资金已经开始对中国科技股价值重估，本次阿里业绩会议再次印证了中国科技资产价值存在巨大增长空间，会议召开后全球资金纷纷押注中国科技股。

时隔六年多，总书记再次出席民营企业座谈会。参考 2018 年民营企业座谈会后，相关政策快速落地。本次

座谈会“科技味”浓厚，会后多部门学习会议精神并部署落实工作。预计市场的政策预期有望升温，弥补两会前的政策真空期，结合 2024 年年底中央经济工作会议等重要会议的政策基调，预计本次两会产业政策着力重点或为扩大内需和科技。

2018 年民营企业座谈会后一年内，市场整体呈现趋势性上行，万得全 A 在会议召开后一年累计上涨 23.68%，会中重点提及的科技领域表现亮眼，中证科技指数累计上涨 42.51%。分行业来看，民企座谈会中发言的企业家所代表行业在会后关注度提升，中长期明显占优。预计本次座谈会后，中国民营企业的企业家精神在政策支撑下有望被重新激活，本次会议上的科技重点产业有望在未来中期维度实现快速发展。

另一方面，本轮 A 股科技股估值重塑至今，科技股拥挤度已接近近三年最高水平，市场担忧是否存在回调风险。我们回顾移动互联网行情和新能源行情的景气度投资阶段发现，该阶段初期，相关板块均出现拥挤度“失效期”。相关板块成交额占万得全 A 比例数据均快速达到近三年最高水平附近，显示板块过于拥挤，但此后拥挤度数据和板块指数不仅没有回调，反而拥挤度数据持续处于近三年最高水平约 4 个月，同时这 4 个月板块指数显著跑赢万得全 A，且超额收益持续放大。因此，当前资金提前抢跑进入人工智能板块景气度投资阶段，或已进入拥挤度“失效期”，本轮人工智能产业革命下的中国科技股估值重塑方兴未艾。

展望 2025 年商业航天板块，中航证券军工组认为：卫星星座的建设提速有望催化多家相关企业的利润表改善，特别是卫星制造板块。2025 年，伴随多款商业火箭新型号即将首飞，巨型卫星互联网星座建设有望提速，相关商业航天板块的上市公司的关注度有望提升，特别是卫星制造板块有望迎来基本面改善叠加估值提升的“戴维斯双击”。

展望未来，海外不确定持续，国内稳增长政策接踵而至。DeepSeek 引发全球资本对中国科技股重估，春节行情有望迎来主升浪，科特估行情或将重现并成为本轮行情主线之一。

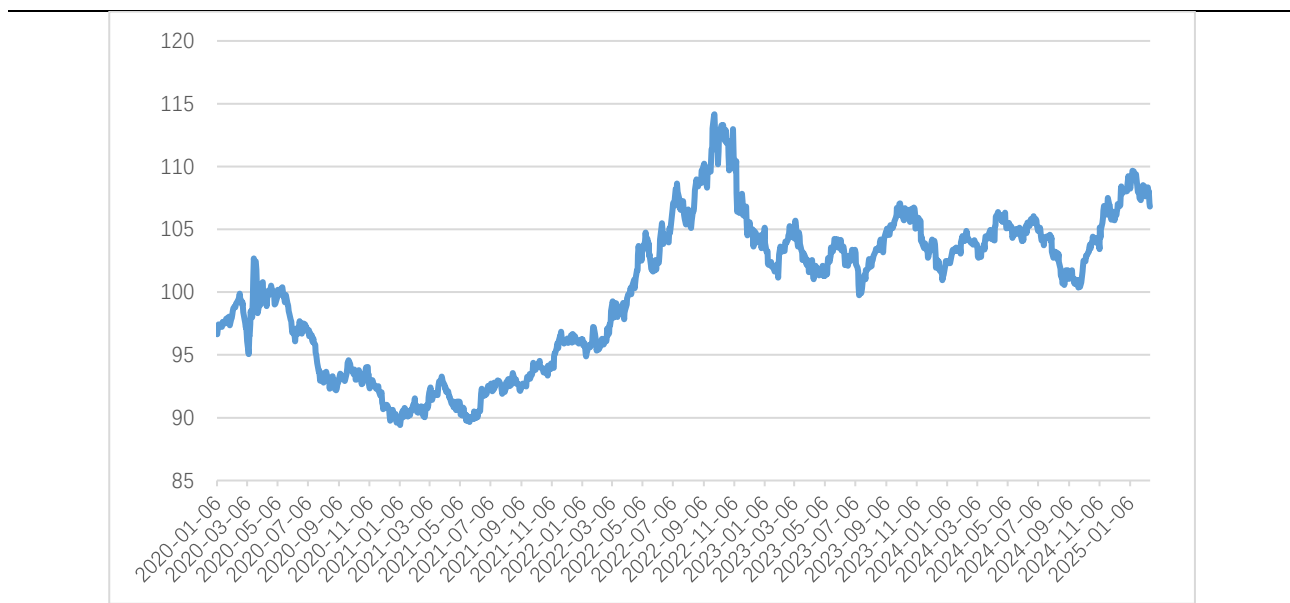
3.2 美元指数分析：美联储 FOMC 会议纪要新增信息有限，美元指数持续小幅回落

本周美元指数报 106.6501，较上周回落 0.1536。本周美联储 1 月份 FOMC 会议纪要公布。纪要显示美国总统新政策引发了美联储对于通胀的担忧。在重启降息前，美联储希望看到通胀进一步缓解。同时委员们认为美国经济保持稳健，就业和通胀目标大致平衡。本周多位美联储官员发言，整体表述，对于控制通胀抱有信心，但美国经济、劳动力市场表现稳健，降息时点仍需观察。也有官员表示，预计今年仍将有两次降息。本周日本通胀数据公布，日本 1 月份 CPI 同比增 3.2%，高于市场预期，PPI 同比增幅亦高达 4%。整体来看，本周美联储 FOMC 会议纪要新增信息有限，美元指数持续小幅回落。

本次 FOMC 会议上美联储保持利率不变，整体符合市场预期。会后声明表示失业率在低位企稳，劳动力市场状况依然稳固，同时删除了通胀朝着 2% 通胀目标取得进展的措辞，指出“通胀在某种程度上依然高企”。会后美联储主席鲍威尔表示，关于通胀的措辞修改主要为了精简表述，并非对市场发出信号。他也表述目前美联储的利率水平显著高于中性利率，但考虑到近期就业及通胀形式，美联储不急于降息。随美国大选结果落地，后续美国在税收、关税和移民方面等方面均存在较大不确定性，也将一定程度对美联储就业-通胀平衡的目标造成影响。

综合来看，目前美国 2025 年宽松路径不确定性有所增大，具体降息速度仍需关注后续美国内外政策变化以及其对于美国经济、通胀的影响。

图 4：美元指数走势



资料来源：Wind，中航证券研究所

风险提示：货币政策超预期收紧，经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹，地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现，美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

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：

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

销售团队：

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

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

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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