



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《企业利润被动收缩趋势持续，投资
止跌企稳仍需政策呵护》 -
2026.02.02

宏观研究

春节假期宏观大事分析

● 核心观点

(1) 2026 年春节假期是近年来最长假期，通过跟踪春假假期数据可知，近年春假长假居民出行需求旺盛，“反向团圆”成为新亮点；全国文旅市场景气度上升，2026 年春节假期，全国国内旅游市场迎来历史性爆发，值得注意的是，部分省市文旅市场呈现“量增价弱”现象；在消费方面，商品消费品质升级，服务消费多元发展，体验型消费成为主流；电影票房承压，触及近五年低点，且量价齐跌，供需错配或是主要原因。

(2) 美国关税政策再起波澜，美国最高法院裁决对等关税和芬太尼关税违宪，但特朗普援引 122 条款新增 10% 关税，后将关税税率升至 15%，反映美国特朗普政府主导全球贸易秩序的底层逻辑并未发生变化。

仅从当前美国对我国有效关税税率来看，美国最高法院判决之前，美国对中国的关税税率为 37%；若 IEEPA 关税被否决，则芬太尼关税和对等关税将取消，美国对中国有效关税税率降至 21.9%，降幅达到 15.1 个百分点；考虑特朗普已经签署的新增 122 条款关税税率 10%，则美国对中国有效关税税率升至 31.9%，较裁决前下降 5.1 个百分点。若后续特朗普宣称的将 122 条款关税税率提升至 15% 兑现，则美国对中国有效关税税率回升至 36.9%，基本持平裁决前水平。

基于此，以特朗普签署的 122 条款关税税率 10% 为基准，仅仅从当前美国对中国有效关税税率变化分析，本次美国对中国有效关税税率下调 5.1 个百分点，中国对美国出口增速或提高 4.7 个百分点。鉴于 2025 年我国对美国出口占我国总出口额比例为 11.14%，或提高我国出口增速 0.54 个百分点。若 122 条款关税税率提升至 15%，则对出口影响相对有限。

向后看，需要关注以下两点：第一，7 月 24 日或成为重要观察期，不确定性或有所增大。第二，考虑美国政府可能使用的替代工具，不同国家或行业关税税率或出现分化，如来自美国贸易盟友（加拿大、英国、日本、韩国、欧盟、澳大利亚）的非战略性商品（如服装鞋类、家居用品、食品饮料、化妆品、玩具等）可能不会被 232 或 301 条款调查覆盖，或将成为关税体系重构中的相对受益者。

(3) 1 月金融数据呈现四个特征：一是居民存款搬家行为延续，短期或掣肘宽松货币政策加码；二是 1 月数据显示居民加杠杆意愿回升，或存在春节错位影响，后续仍需进一步观察确认。若 2026 年居民缩表现象改善，或利好消费回暖。三是实体经济融资需求不弱，高基数影响同比少增。四是 M1 与 M2 增速回升，负剪刀差收窄，不仅存在低基数影响，亦与跨境资金影响有关。

● **风险提示：**

海外主权债务风险走高；政策效果不及预期。

目录

1 出行文旅双高增，体验型服务消费成主流	5
1.1 居民出行活跃度显著提升，“反向团圆”成为新亮点	5
1.2 文旅景气度明显上升	5
1.3 商品消费品质升级，体验型服务消费成为主流	6
1.4 电影票房承压触及近年低点，量价齐跌	8
2 美国关税政策再起波澜，短期利好出口链条	8
2.1 美国最高法院废止基于 IEEPA 征收的全部关税	8
2.2 特朗普另辟蹊径，新增 122 关税作为替代	9
2.3 美国对中国关税或小幅下调，利好出口链条	10
2.4 向后展望：后续美关税政策不确定性仍大	11
3 存款搬家延续，居民扩表仍待观察确认	12
3.1 居民存款搬家行为延续	12
3.2 关注春节错位影响，居民加杠杆有待进一步观察确认	12
3.3 实体经济融资需求不弱，高基数影响同比少增	13
3.4 M1 与 M2 增速回升，负剪刀差收窄	13
风险提示	14

图表目录

图表 1: 美国法院审理关税情况.....	9
图表 2: 美国对中国有效关税税率.....	11
图表 3: 新增贷款及部分分项同比增减 (亿元)	13
图表 4: 社融同比增减 (亿元)	13
图表 5: 新增人民币存款同比变动 (亿元)	14
图表 6: 货币供应量变动 (%)	14

1 出行文旅双高增，体验型服务消费成主流

1.1 居民出行活跃度显著提升，“反向团圆”成为新亮点

2026 年春节期间，出行活跃度显著提升，日均迁徙规模创历史新高。2026 年春节假期（2.15-2.22）全社会跨区域人员流动量为 24.6 亿人次，日均出行人次 3.08 亿人次，创近年来新高，同比增长 7%，较 2019 年同期大幅增长 36%。细分来看，铁路、公路和民航日均客运量均高于 2025 年和 2019 年同期，水路客运量高于 2025 年同期，不过仍低于 2019 年水平。具体而言，铁路日均客运量 1309 万人次，同比增 7%，较 2019 年同期增 44%；公路日均人员流动量 26913 万人次，同比增 7%，较 2019 年同期增 36%；民航日均客运量 241 万人次，同比增 6%，较 2019 年同期增 35%；水路日均客运量 119 万人次，同比增 25%，较 2019 年同期降 29%。

根据百度全国迁徙指数，腊月廿三至正月初五期间，全国迁徙规模日均指数录得 871.44，较 2025 年（684.17）及 2024 年（625.35）同期分别大幅增长 27% 与 39%，且显著超越 2019 年常态化水平（513.17）。从日度高频数据看，截至正月初五，每日迁徙规模指数均稳居 2019 年以来最高点位，指向今年春节假期跨区域人员流动高度活跃。

国内外航空出行保持平稳增长，“反向团圆”成马年春节新潮流。春节假期（2.15-2.22），国内日均执行航班数为 14672.88 架次，较 2025 年春节假期日均执行航班数增长 4.29%，且每日执行航班数均高于历史同期。根据同花顺财经，今年春节期间，60 岁以上旅客的机票预订量同比增长超过 35%，目的地集中在一线及新一线城市，其中超过两成老人完成了人生“首飞”¹。

1.2 文旅景气度明显上升

据不完全统计，四川、山东、湖北、湖南、云南等省市春节假期均实现客流正增长。截至 2 月 20 日，湖北省 A 级旅游景区春节假期累计接待游客 1502.41 万人次，较 2025 年增长 12.41%²；根据江苏省文旅厅信息，

¹ <http://stock.10jqka.com.cn/20260223/c674849462.shtml>

² https://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA5MDAwMDUwOA==&mid=2654384296&idx=1&sn=72bde8825c525a07bf0f9d66be7b2bda&chksm=8ae8768165866de1626c02a1254d230d54744a959f1a37a9adc078f0022d0d6d2d70941fb115&scene=27

春节假期第六天，江苏全省纳入监测的文旅场所共接待游客 1435.74 万人次，游客消费总额达 62.88 亿元，同比 2025 年分别增长 24.51% 和 24.23%；截至 2 月 20 日 15 时，四川纳入统计的 873 家 A 级以上景区接待游客 800.73 万人次，门票收入 7944.27 万元。春节假期前六天累计接待游客 4201.82 万人次，实现门票收入 33821.74 万元；2 月 20 日，陕西省重点监测的 55 个旅游景区共接待游客 145.28 万人次，同比增长 24.97%；2 月 19 日，山东全省 16 家 5A 级旅游景区共计接待游客 118.69 万人次，较去年正月初三同比增长 17.32%；营业收入 6569.65 万元，同比增长 15.08%。截至 19 日 15 时，山东全省重点监测的 200 家旅游景区，当日接待游客 398.8 万人次，营业收入 1.9 亿元，同比分别增长 10.7% 和 10.0%；根据湖南省文旅厅信息，春节假期第五天，湖南全省接待游客 2587.38 万人次。据统计，当日交易量 3782.22 万笔，同比增长 12.91%；当日交易额 46.75 亿元，同比增长 30.11%；2 月 18 日，云南省 220 家 4A 级以上景区接待游客 291.22 万人次，同比增长 14.58%，2 月 19 日预计接待 315.30 万人次，同比增长 12.13%³。

部分省市旅游市场出现“量增价弱”现象。从重点省市数据来看，四川假期前四日 A 级景区接待游客同比增长 13.99%，而门票收入仅增长 3.05%，测算人均门票收入同比下降 9.6%⁴；辽宁、山东等省份同样呈现客流增速快于收入增速、人均消费小幅承压的局面。

1.3 商品消费品质升级，体验型服务消费成为主流

第一，商品消费品质升级，政策赋能成效显著

品质新品消费增速突出。除夕前一天，重点平台智能穿戴设备销售额同比增长 1.3 倍，智能血压仪、血糖仪等健康产品销售额增长超 60%，有机食品销售额同比增长 52%，绿色、智能、健康类商品成为消费热点⁵。

³ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1857826773100813432&wfr=spider&for=pc>

⁴ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1857622110560469349&wfr=spider&for=pc>

⁵ <https://finance.eastmoney.com/a/202602223651877291.html>

在以旧换新消费方面，截至2月19日，2026年消费品以旧换新已惠及2888万人次，带动销售额1980.2亿元，其中汽车以旧换新61.2万辆，带动新车销售额1005.3亿元，政策驱动大宗消费潜力持续释放。

此外，各地积极出台消费刺激政策，累计安排20.5亿元资金，通过发放消费券、实施补贴等形式，进一步激活商品消费市场活力。

第二，服务消费多点开花，体验型消费成主流

在旅游出行消费方面，据文化和旅游部官方数据，春节假期9天全国国内旅游出游达4.74亿人次，同比增长34.3%；实现国内旅游收入6326.87亿元，同比增长47.3%。其中，酒店住宿交易额同比增长32.7%，租车订单量同比增长54%；冰雪游消费额同比增长1.2倍，避寒游消费额同比增长68%，南北互跨出游成为显著趋势；县域酒店预订量同比增长超80%，乡村景点门票订单量增长110%，县域与乡村旅游快速崛起。

在餐饮消费方面，春节假期全国餐饮消费规模突破3800亿元，同比增长15.8%，其中年夜饭市场规模超820亿元，同比增长22.4%，重点城市堂食预订率接近90%⁶；重点平台“必吃榜”商户订单量同比增长81%，异地流量涨幅近50%⁷。根据商务部监测，春节假期前两天，全国重点零售和餐饮企业日均销售额同比增长10.6%；假期前四天，重点零售和餐饮企业日均销售额同比增长8.6%。其中，假期首日，商务部重点监测的全国78个重点步行街(商圈)客流量同比增长23.2%，营业额同比增长33.2%，商圈消费活力持续释放⁸。

在跨境旅游消费方面，跨境游热度不减，入境游保持高增长。（1）从国家移民管理局获悉，随着免签和提振消费政策持续优化，据预测，今年春节假期入境游、出境游双向增长，全国口岸日均出入境旅客将超过205万人次，较去年春节假期增长14.1%⁹。（2）入境保持高热度。从白云出入境边防检查站了解到，截至2月22日0时，2026年春节假期期间（廿八至初六），白云机场口岸出入境人员累计超37万人次，较2025年春节同期，增长23.3%，创历史同期新高¹⁰；春节假期前六日，北京接待入境游客9.4万人次，同比增长45%，入境游客花费

⁶ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1857330423463679982&wfr=spider&for=pc>

⁷ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1857474481590272044&wfr=spider&for=pc>

⁸ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1857609313399967014&wfr=spider&for=pc>

⁹ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1856883052487419613&wfr=spider&for=pc>

¹⁰ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1857806764290066455&wfr=spider&for=pc>

10 亿元，同比增长 49.4%¹¹。（3）出境游聚焦东南亚。同程旅行数据显示，春节出境游热门目的地 TOP10，东南亚区域占据半壁江山，主要包括曼谷、新加坡、吉隆坡、胡志明市、巴厘岛。长线目的地，以北欧极光与南半球盛夏主题为代表的差异化路线成为首选。根据去哪儿旅行，热度蹿升最快的 TOP10 目的地中，除韩国外，均为较远目的地。其中，埃及酒店预订量增长 3.3 倍，西班牙、澳大利亚、土耳其、葡萄牙等长线目的地的酒店预订量也增长超 2 倍¹²。

1.4 电影票房承压触及近年低点，量价齐跌

2026 年春节档电影市场有所下滑。截至 2 月 23 日 15:00，根据灯塔专业版统计数据，2026 年春节档票房收入 51.3 亿元，较 2025 年春节档票房下降 46.08%，降幅较为明显。我们理解，一方面，2026 年超长假期，外出旅游成为大众选择，从旅游数据、出行数据有所体现，或主动减少观影需求，同时叠加微短剧碎片化娱乐的挤出效应，传统“过节红利”趋于减弱；另一方面，从电影供给来看，2026 年春节档爆款影片较少，缺乏如 2025 年《哪吒之魔童闹海》或 2023 年《流浪地球 2》等具备强话题性与破圈效应的国民级作品。

2026 年春节档电影呈现“量价齐跌”现象。2026 年春节档观影人次为 10668.6 万人次，同比下降 43.02%；平均票价为 48.09 元，同比下降 5.35%。

2 美国关税政策再起波澜，短期利好出口链条

2.1 美国最高法院废止基于 IEEPA 征收的全部关税

2 月 20 日，美国最高法院以 6:3 裁决 Learning Resources Inc. v. Trump 案，判定 IEEPA（《国际紧急经济权力法》）不授权总统征收关税。主要原因有二：第一，关税本质上应属于税收，而美国宪法明确将征税权赋予国会而非行政部门；第二，法院适用了“重大问题原则”（Major Questions Doctrine），认为中“规制进口”（regulate importation）的措辞不构成对征税权这一核心国会权力的明确授权。基于此，此次判决废止了此前基于 IEEPA 征收的全部关税，包括“解放日”对等关税（10-50%）、对中国的芬太尼关税、以及对加拿大和墨西哥的

¹¹ http://news.china.com.cn/2026-02/22/content_118341452.shtml

¹² <https://cj.sina.com.cn/articles/view/2822771827/a8401473020016gx0>

25%关税，但基于 Section 232 的钢铝铜汽车半导体关税、基于 Section 301 的对华关税均不受影响。

值得注意的是，美国已征收的关税退还仍是市场关注的焦点，如何退还存在较高不确定性。据 Penn Wharton 测算，基于 IEEPA 征收的关税总额约 1650-1750 亿美元，涉及超过 30 万家进口商和 3400 万笔报关记录。美国最高法院的判决为退税提供了法理依据，但因未提及政府是否应该退还关税或具体的退税方式，甚至 Kavanaugh 大法官在异议意见中直言退款过程“很可能是一团乱麻”，未来已征收的关税是否退关以及如何退还仍存在较大不确定性。理论上美国进口商有权提出退税申请，但由于主体众多，退税流程可能长达数年。目前退款主要依赖两条路径：一是通过美国国际贸易法院（CIT）诉讼，已有约 2000 家企业提交了保护性诉讼；二是通过 CBP 行政抗议程序，但该路径的法律效力尚存争议。

图表1：美国法院审理关税情况



资料来源：中邮证券研究所

2.2 特朗普另辟蹊径，新增 122 关税作为替代

裁决当日（2 月 20 日），特朗普签署行政令援引 Section 122（《1974 年贸易法》第 122 条），以“国际收支严重失衡”为由，在 150 天内对全球进口加征 10% 临时附加税。该条款无需通过国会、无需发起调查，由总统自行决定，可以立即征收，因此特朗普首选 122 关税作为替代措施，保证了关税政策的顺利接续。次日（2 月 21 日），特朗普又将税率提高至该条款法定上限 15%，自 2 月 24 日起生效。122 条款面临 150 天有效期、15% 税率上限、超期需经国会批准的约束，后续美国关税政策或仍面临再调整。

与此同时，美国贸易代表 Greer 宣布将对“大多数主要贸易伙伴“发起新的 Section 301 调查”，或是为了 122 条款关税到期后的接续。但考虑此类调查通常需 6-12 个月，存在与 122 条款关税到期之间的“窗口期缺口”。

基于当前信息来看，虽然美国最高法院否决了基于 IEEPA 征收的关税，但美国总统特朗普立刻新增 122 条款关税，意味着美国主导全球贸易秩序重构的底层逻辑并未发生变化，考虑 122 条款面临时间窗口，年内美国特朗普政府或仍会多次调整关税政策，或冲击市场预期，全球不确定性仍高，如 2 月 23 日欧盟提议暂停批准原定于 2 月 24 日表决的美欧贸易协议立法提案，以评估法律与政策基础。

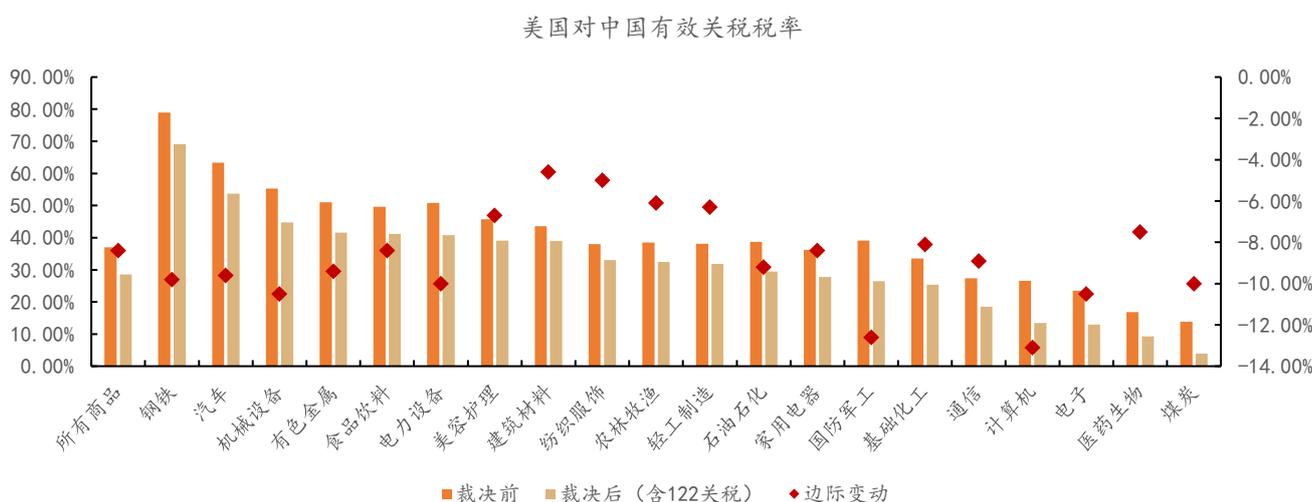
2.3 美国对中国关税或小幅下调，利好出口链条

美国最高法院判决之前，美国对中国的关税税率为 37%。按照 2024 年贸易额做加权平均，当前美国对中国有效关税税率为 37.0%，具体包括五类：最惠国关税 (2.5%)、301 关税 (8.4%)、232 关税 (11.0%)、芬太尼关税 (10%)、对等关税 (考虑免后为 5.1%)。若 IEEPA 关税被否决，则芬太尼关税和对等关税将取消，美国对中国有效关税税率降至 21.9%，降幅达到 15.1 个百分点，降幅较为明显。考虑特朗普已经签署的新增 122 条款关税税率 10%，则美国对中国有效关税税率升至 31.9%，较裁决前下降 5.1 个百分点。若后续特朗普宣称的将 122 条款关税税率提升至 15% 兑现，则美国对中国有效关税税率回升至 36.9%，基本持平裁决前水平。

基于此，考虑 122 条款关税税率上限为 15%，301 调查周期 6-12 个月，因此在 7 月 24 日 122 条款到期前，美国对我国有效关税税率小幅回落，仍是利好我国出口链条。在报告《美国关税靴子落地，加征 10% 关税低于预期》中，我们测算得出，我国对美国的出口具有较为明显的价格弹性，出口价格弹性系数为 -0.92，即出口价格上涨一个百分点将带动出口数量下降 0.92 个百分点。（1）以特朗普签署的 122 条款关税税率 10% 为基准，仅仅从当前美国对中国有效关税税率变化分析，本次美国对中国有效关税税率下调 5.1 个百分点，中国对美国出口增速或提高 4.7 个百分点。鉴于 2025 年我国对美国出口占我国总出口额比例为 11.14%，或提高我国出口增速 0.54 个百分点。（2）若 122 条款关税税率提升至 15%，则对出口影响相对有限。

鉴于当前美国关税政策处于调整期，具体政策秩序仍不明确，贸易商或处于观望期，出口变动不大。若后续政策进一步明确，且执行的 122 条款税率为 10%，或因关税税率下调，迎来一波抢出口；若后续 122 调控税率快速调整为 15%，短期出口或变动不大。

图表2：美国对中国有效关税税率



资料来源：白宫，USTR，中邮证券研究所

2.4 向后展望：后续美关税政策不确定性仍大

向后看，我们理解需要关注以下三点：

第一，美国特朗普总统签署的 122 条款关税税率是 10%，对外宣称提升至 15%，但尚未出台正式文件，短期需要关注具体政策执行情况。此外，目前美国关税政策处于调整期，具体政策细则并不明确，或仍处于观望阶段。

第二，7 月 24 日或成为重要观察期，不确定性或有所增大。122 条款有效期为 150 天，7 月 24 日为 122 条款到期的时间点，考虑 301 调查周期 6-12 月，若美国国会未批准 122 条款延期，有效关税税率可能进一步下行，对进口依赖型行业构成边际利好。但从当前信息来看，美国主导全球贸易秩序的主旨不变，我们理解，美国关税税率或不会轻易下调，或采取其他措施继续维持高关税，这或增加市场预期不稳定性，市场风险偏好或有所下行，或引起市场波动。

第三，不同国家或行业关税或出现分化。从当前来看，美国政府可以动用的替代工具包括 301 条款（不公平贸易，需 USTR 调查）、232 条款（国家安全，无税率上限，已覆盖钢铝铜汽车半导体，正在调查医药、关键矿产等 12 个品类）、

337 条款（歧视性关税，上限 50%，从未使用过）以及 201 条款（产业保障，需 ITC 调查）。后续，若美国使用以上方式替代 122 条款，来自美国贸易盟友（加拿大、英国、日本、韩国、欧盟、澳大利亚）的非战略性商品（如服装鞋类、家居用品、食品饮料、化妆品、玩具等）可能不会被 232 或 301 条款调查覆盖，或将成为关税体系重构中的相对受益者。

3 存款搬家延续，居民扩表仍待观察确认

3.1 居民存款搬家行为延续

1 月新增居民存款 21300 亿元，同比少增 33900 亿元；新增非银金融机构存款 14500 亿元，同比多增 25600 亿元。居民存款持续向非银金融机构存款转化，显示居民存款搬家行为延续。在报告《短期降准降息缺乏迫切性，警惕存款搬家风险》中，我们认为，若存款过度涌入资本市场，资金属性与风险不匹配，或引发不必要社会风险，值得警惕，基于此基调，1 月存款搬家行为延续，掣肘宽松货币政策加码。

3.2 关注春节错位影响，居民加杠杆有待进一步观察确认

2025 年居民资产负债表收缩特点较为明显，而 2026 年 1 月新增居民短期贷款由负转正，为 1097 亿元，环比增长 2120 亿元，同比多增 1594 亿元，新增居民短期贷款增长，或显示居民加杠杆意愿提升，主动扩张居民资产负债表，但不排除存在春节错位影响，2026 年春节位于 2 月，2025 年春节位于 1 月，或影响居民借贷行为，如存在同样春节错位的 2024 年、2018 年同期均呈现相似的现象，2024 年 1 月和 2018 年 1 月新增居民短期贷款分别为 3528 亿元、3106 亿元，同比多增 3187 亿元、1877 亿元，而 2 月均明显走弱，新增短贷分别回落至 -4868 亿元、-469 亿元，同比变动分别为 -6086 亿元、333 亿元。因此，1 月单月居民新增短贷增长，不能简单地认定为居民资产负债表从收缩转向扩张，居民扩表的意愿仍需进一步观察确认。

1 月新增居民中长期贷款为 3469 亿元，环比增长 3369 亿元，同比少增 1466 亿元，尽管存在春节错位影响，居民中长期贷款并未增长，或显示当前房地产市场景气度仍有待改善。

3.3 实体经济融资需求不弱，高基数影响同比少增

从社融口径分析，1月实体经济信贷需求49016亿元，同比少增3178亿元。我们理解，（1）实体经济融资需求绝对量并不低，处于近年同期较高水平，显示实体经济活力旺盛。2023-2025年1月实体信贷规模保持在4.8-5.3万亿元区间，2026年1月实体经济信贷规模为4.9万亿，处于中上水平。（2）实体经济融资需求同比少增，或受两方面影响：第一，去年高基数影响。2025年1月处于一揽子金融政策效果集中释放期，当时微观主体预期偏强、房地产市场小阳春，信贷基数较高；第二，企业融资需求逐渐多样化，信贷需求与债券融资并重，同时化债置换等因素也会对信贷造成扰动。1月企业债券融资规模为5033亿元，同比多增579亿元。

3.4 M1与M2增速回升，负剪刀差收窄

1月M1同比增长4.9%，较前值回升1.1pct。我们理解，一是低基数效应。1月M1当月新增2.5万亿元，去年同期新增1.1万亿，而2024年1月则新增2.1万亿。二是跨境资金影响。1月结售汇顺差在人民币继续升值、去美元交易等因素影响下同比大幅多增，叠加人民币跨境净流出减少，两者合计推升了M1增速大约0.6pct。

1月M2同比增长9%，较前值回升0.5pct。我们理解，一是低基数效应。去年同期M2同比增速7%，较前值回落0.3pct。二是1月股市表现较好，居民部分到期的定期存款可能向活期存款转移，居民存款活化程度提升。

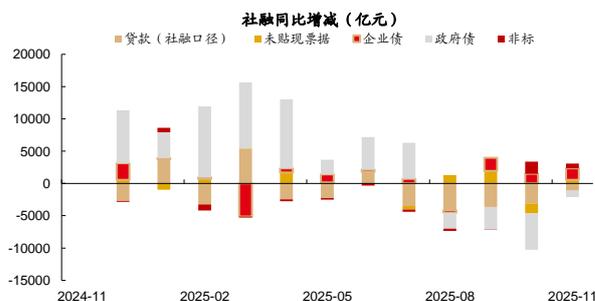
与此同时，M1与M2增速剪刀差收窄至-4.1%，较前值收窄0.6pct。

图表3：新增贷款及部分分项同比增减（亿元）

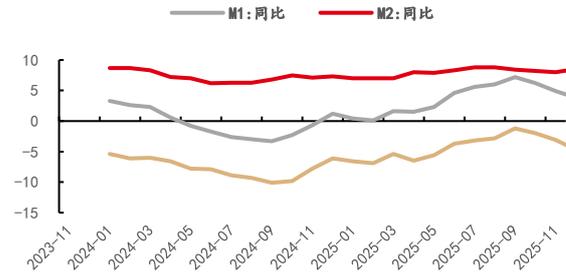
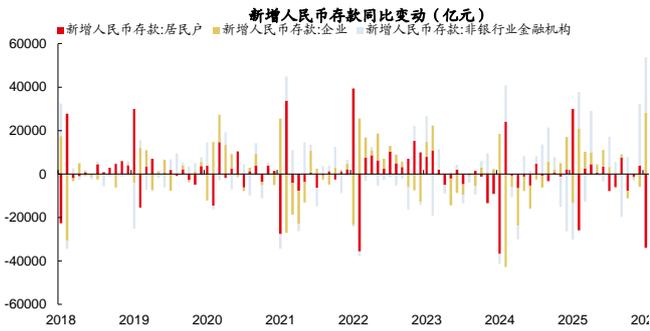


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：社融同比增减（亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表5：新增人民币存款同比变动（亿元）
图表6：货币供应量变动（%）


资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

风险提示

海外主权债务风险走高；政策效果不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平。报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048