

2023年05月05日

基于“一利五率”的国央企投资思路

宏观研究团队

——宏观深度报告

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

股息率是国央企择优的一个简洁有效的单因子，但存在价值陷阱和风险控制不佳的弊端；本文我们探索了“市场”——这个最大的投票机器如何定价和审视国央企，以此构建了基于随机森林的国央企多因子打分模型，并针对策略有效性边界，通过价值和成长的风格轮动四象限框架实现较好的回撤控制效果。

● α 收益优化：股息率单因子

2023年3月12日中国移动、中国电信发布加大派息公告，市场重新审视股息率策略。2022年央企、中证国企、万得全A年度股息率为5.1%、4.3%、2.4%，国央企在建筑材料、电子、通信、汽车、煤炭等行业存在“超额股息率”。我们简单编制测试了国央企高股息50：2010年1月1日至2023年3月31日，年化收益率为7.4%，高于万得全A、红利全收益的4.3%、4.5%，超额收益主要来自于两个阶段：(1)2016-2018年，棚改货币化推升新一轮地产周期，叠加供给侧改革化解过剩产能；(2)2021-2022年，疫后供需错配、海外央行“大放水”、国内能耗双控、俄乌冲突等多重要素交织下，能源股迎来牛市。综合来看，国央企的股息率单因子提升了收益率，但在降低波动率和回撤方面尚有不足。

股息率=分红率/PE，高股息既可能来自于高分红也可能来自于低PE，而后者隐含了价值陷阱，即盈利能力偏弱而缺乏持续的利润增长，高股息因子需要结合其他因子进一步优化。

● α 收益优化：随机森林多因子

多因子打分模型的弊端在于，指标选择和权重设置上存在较大的人为干预空间，反复调试因子和打分模型而导致泛化能力可能不足。我们构建了随机森林模型来探索“市场”——这个最大的投票机器如何定价和审视国央企？特征重要性评分显示，2014至2022年市场对国央企的定价要素top5分别为净利润增速、市值、pb、股息率、研发强度，市场对国央企的定价明显异化，盈利因子（利润增速、ROE）的重要性在不断上升，市值、pb的重要性下降，2016年以来市场高度关注国央企的研发支出。自上而下的国央企经营考核体系和自下而上的市场定价表现出一定的共性。回测结果显示，多因子50年化收益率为13.5%，较高股息50、万得全A分别提高了6.1、9.2个百分点。

● β 收益优化：价值-成长风格轮动

(1)策略往往存在有效性边界，DDM模型简化来看，分母对应美债利率（全球资产机会成本之锚）、分子对应实际需求（国内利率），我们在国央企择优的基础上，基于中美利率周期构造价值-成长的风格轮动。高股息50和多因子50在结合风格轮动后，年化收益率分别提高了6.7、2.3个百分点至14.2%、15.8%，夏普比率显著改善至85.3%、93.3%，较好控制了三轮回撤，分别是2015年股市回调、2018年中美贸易摩擦、2022年美联储加息资本外流，但2022年满仓国债损失了大量的能源股收益。

(2)风格轮动在回测的优异表现往往在实盘难以奏效，一个重要原因在于使用到了未来数据，我们尝试单边HP滤波来予以规避，其在每一个时间点的过滤仅使用该时间点可获取信息，因此对趋势、拐点的识别存在一定的滞后性，我们容许一定的滞后期（比如1-2个月）来确认利率趋势项出现实质性拐点，调仓时点相应延后，损失一部分收益但符合策略要求。

● 全天候策略表现优异，2023Q2关注海外滞胀风险

首先，股息率是一个简洁而有效的单因子，但存在价值陷阱和风险控制不佳的弊端；2014年以来市场对国央企的定价明显异化，高度关注其盈利因子和创新因子，与国央企考核体系的演变具有共性，我们以此将股息率单因子优化为随机森林多因子模型、大幅增厚收益；其次，针对策略有效性边界，通过价值-成长风格轮动有效控制了回撤，整体来看具备了“固收+”属性。2023Q2可能为美债下行、中债上行的宏观组合，我们提示海外阶段性滞胀风险或在积聚，价值、红利资产的防御属性有望凸显。

● 风险提示：疫情扩散超预期，国内政策执行力度不及预期。

相关研究报告

《降息或不会较快到来——5月FOMC会议点评—宏观经济点评》-2023.5.4

《多场景超2019，消费开启第二轮修复——五一海内外要闻—宏观深度报告》-2023.5.3

《消费开启第二轮修复——兼评4月PMI数据—宏观经济点评》-2023.4.30

目 录

1、 α 收益：股息率单因子	3
2、 α 收益：随机森林多因子	4
3、 β 收益：价值-成长风格轮动	8
3.1、 中美利率周期下的价值成长轮动	8
3.2、 单边 HP 滤波判断中美利率周期	11
4、 全天候策略表现优异，2023Q2 关注海外滞胀风险	12
5、 风险提示	13

图表目录

图 1： 国央企股息率显著高于板块平均水平	3
图 2： 国央企高股息 50 跑赢万得全 A、红利指数	4
图 3： 超额收益主要来自于 2016-2018、2021-2022	4
图 4： 央企经营考核指标从“两利一率”到“一利五率”	5
图 5： 全时序随机森林特征重要性 TOP 10	7
图 6： 市值和市净率的重要性在下降	7
图 7： 盈利因子、创新因子的重要性持续上升	7
图 8： 窗口滚动随机森林显示，市场对国央企的定价有所异化	8
图 9： 多因子策略大幅提高收益率	8
图 10： 2015-2018、2021-2023 年多因子表现优异	8
图 11： 中债利率主导价值风格	9
图 12： 美债利率主导成长风格	9
图 13： 国央企风格轮动思路	9
图 14： 2010 年以来美债实际利率经历 5 轮周期	10
图 15： 2010 年以来中债利率中枢下行	10
图 16： 轮动策略具备“固收+”属性	11
图 17： 轮动策略有效控制了 2016、2018、2022 年回撤	11
图 18： 单边 HP 滤波显示美债 4 轮周期	12
图 19： 单边 HP 滤波显示中债 5 轮周期	12
图 20： 国央企全天候策略表现优异	12
表 1： 国央企高股息 50 收益率提升、波动率改善有限	4
表 2： 模型涉及因子及其构建过程	6
表 3： 基于中美利率周期进行风格轮动	10
表 4： 轮动策略优化效果显著	11

我们在《国企改革成效与中特估值下的投资思路》中指出，具有行业优势、改革力度、盈利成长性的央国企有估值重构空间，聚焦三条主线：绿色低碳、发展安全与科技创新，专业化整合，高股息高分红。

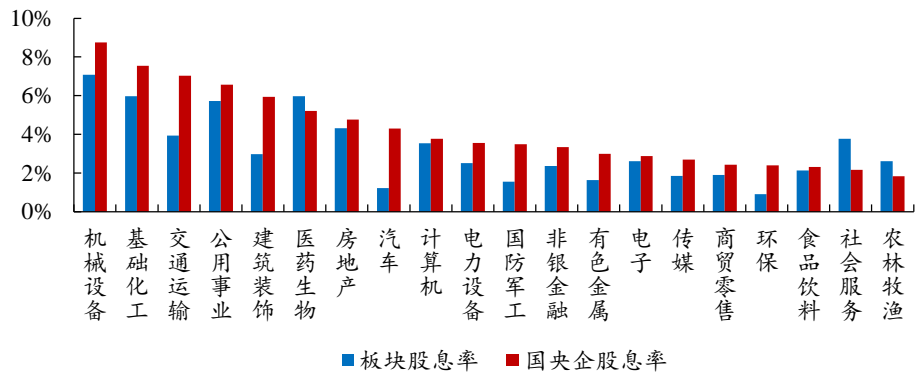
当下中特估的内涵挖掘、体系构筑仍处于初级阶段，市场上不乏各类角度的央国企优化思路，股息率是一个简洁有效的单因子，但存在价值陷阱和风险控制不佳的弊端；本文我们探索了“市场”——这个最大的投票机器如何定价和审视国央企，以此构建了基于随机森林的国央企多因子打分模型，并针对策略有效性边界，通过价值和成长的风格轮动四象限框架实现较好的回撤控制效果。

1、α收益：股息率单因子

2022年5月27日国资委发布《提高央企控股上市公司质量工作方案》，“鼓励符合条件的上市公司通过现金分红等多种方式优化股东回报”；2023年3月12日，中国移动、中国电信发布公告“以现金方式分配的利润提升至当年公司股东应占利润的70%以上”，高股息和国央企属性较为契合，因而近期市场广泛讨论股息率策略。

截至2022年A股上市国央企约为1258家，央企和地方国企分别为429、865家。央企指数、中证国企指数的年度股息率为5.1%、4.3%，几近倍增于万得全A的2.4%。分板块来看，国央企在建筑材料、电子、通信、汽车、煤炭等行业存在“超额股息率”，较板块均值分别提高了3.1、3.1、3.0、1.9、1.7个百分点。传统观点认为，国央企更多代表价值风格，高股息可能是国央企的单因子占优策略。

图1：国央企股息率显著高于板块平均水平

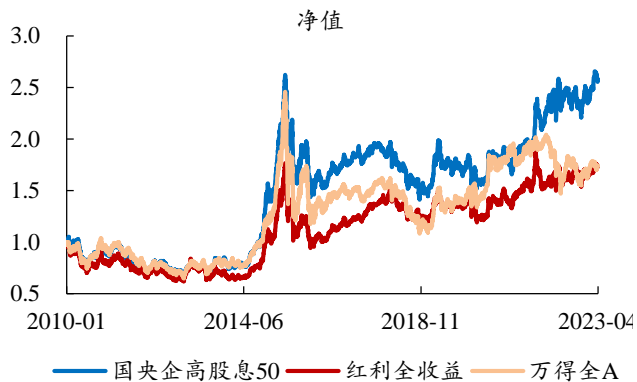


数据来源：Wind、开源证券研究所

我们简单编制测试了高股息策略在国央企上的应用：区间限定于2010年1月1日至2023年3月31日，季度调仓，选取当季末股息率最高的50只国央企股票作为下一季度的组合。回测结果显示，国央企高股息50累计收益率为157.8%、对应年化收益率为7.4%，高于万得全A的4.3%和红利全收益的4.5%，表明国央企高股息策略具有一定的有效性。超额收益主要来自于两个阶段：(1)2016-2018年，棚改货币化推升新一轮地产周期，叠加供给侧改革化解过剩产能，银行地产、周期、消费白马等板块表现较好；(2)2021-2022年，疫后供需错配、海外央行“大放水”、国内能耗双控、俄乌冲突等多重要素交织下，能源股迎来牛市，煤炭、石油化工、电力等板块为高股息策略贡献丰厚收益。综合来看，国央企的股息率单因子提升了收益率，

但在降低波动率和回撤方面尚有不足。

图2：国央企高股息 50 跑赢万得全 A、红利指数



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：超额收益主要来自于 2016-2018、2021-2022



数据来源：Wind、UNdata、开源证券研究所

表1：国央企高股息 50 收益率提升、波动率改善有限

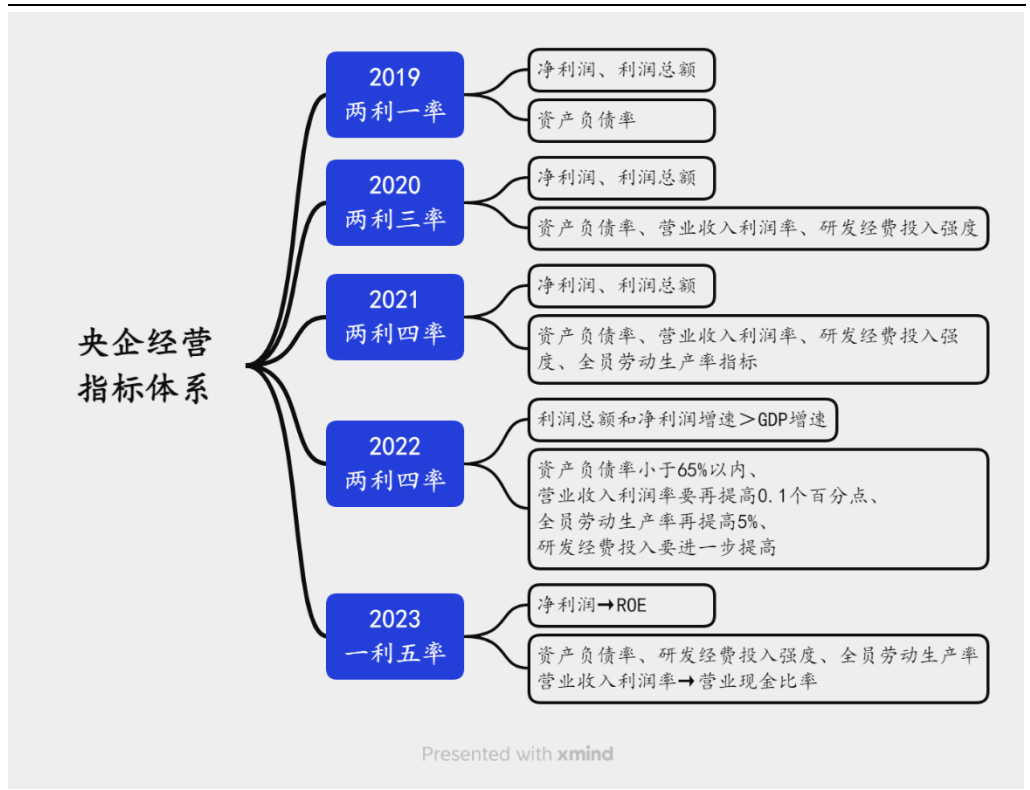
	国央企高股息 50	红利全收益	万得全 A
累计收益率	157.8%	79.8%	74.4%
年化收益率	7.4%	4.5%	4.3%
年化波动率	22.0%	21.2%	23.3%
夏普比率	43.5%	31.5%	29.7%
最大回撤	46.2%	46.5%	56.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 α 收益：随机森林多因子

股息率=分红率/PE，高股息既可能来自于高分红也可能来自于低 PE，而后者隐含了价值陷阱，即盈利能力偏弱而缺乏持续的利润增长。因此高股息因子需要结合其他因子进一步优化。常规的做法可能是在股息率的基础上增加成长、盈利等因子，国央企则可以参考国资委规划的“一利五率”经营指标评价体系，构建多因子打分模型。

图4：央企经营考核指标从“两利一率”到“一利五率”



数据来源：Wind、开源证券研究所

需要指出的是，多因子打分模型的弊端在于指标选择和权重设置上存在较大的人为干预空间，基于反复调试因子、打分模型从而获得较好的回测表现，泛化能力可能略显不足。我们更关心的是，对于“市场”——这个最大的投票机器而言，国央企的核心定价因子是什么？定价因子在过去几年是否发生了变化？发生了何种变化？如何确定因子权重并实现国央企择优？

此处引入随机森林中的“特征重要性”概念，简单理解就是随机森林中使用哪些特征最能够有效地区分样本的类别或预测目标变量，从而减少特征数量、提高模型性能效率。衡量贡献的方式有两种，一种是基于袋外误差（Out-of-Bag error）的特征重要性：在构建随机森林时，每棵树都只使用了样本数据集的一部分来进行训练。因此，可以使用剩余的样本数据来对每棵树进行测试，这些未被使用来构建该树的样本就被称为袋外样本。在进行袋外测试时，可以记录每个特征对袋外误差的贡献，通过计算每个特征在所有树的袋外测试中对误差的平均减少程度来计算特征重要性。另一种是基于特征的重要性得分（例如 sklearn）：通过计算每个特征在每棵树中被用来分割样本的次数或减少基尼不纯度的程度来计算每个特征的重要性得分，然后计算所有树的平均得分来获得特征的最终重要性。

(1)特征构造：以“一利五率”经营指标体系为主，增加了估值、成长、市值、杠杆等维度共 13 个因子。

(2)特征预处理：(a)中位数绝对偏差去极值 MAD：计算当期因子 x 与中位数之间的距离 MD，以|MD|的中位数记为 MAD，将偏离大于 3 倍 MAD 的重设为 MD±

3MAD; (b)缺失值处理：股息率和研发强度因子缺失率较高，不适合用 SW 一级的均值进行填充，此处直接删除缺失值；(c)标准化：将横截面上的因子进行标准化处理。

(3)回测区间：2014 年 1 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日。

(4)训练集和交叉验证集合成：随机分割样本，70%为训练集、30%为测试集，采用 5 折交叉验证。

(5)交叉验证调参：对 5 折交叉验证基于 TPE 贝叶斯优化。TPE (Tree-structured Parzen Estimator) 贝叶斯优化是一种常用于超参数调优的方法，基于概率模型的序贯模型优化算法，不断地构建模型来对超参数空间寻优。与随机搜索、网格搜索等方法相比，它在相同的迭代次数下通常能找到更好的超参数组合，此处则是获取最大树深、决策树棵树等随机森林模型参数的最佳组合。

表2：模型涉及因子及其构建过程

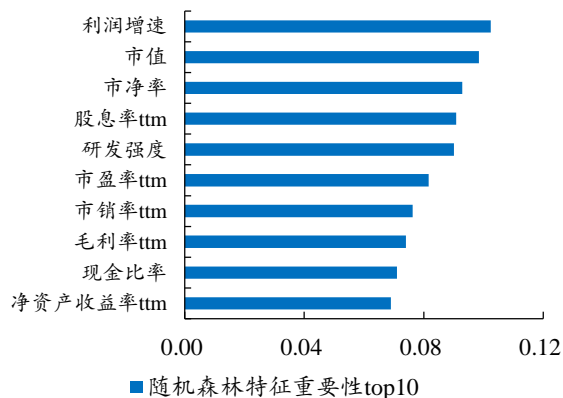
大类	小类	Wind Code	处理
估值	股息率	dividend	ttm
估值	市净率	pb	
估值	市盈率	pe	ttm
估值	市销率	ps	ttm
成长	利润增速	yoyprofit	
财务质量	净资产收益率	roe	ttm
财务质量	净利率	profittoqr	ttm
财务质量	毛利率	grossprofitmargin	ttm
财务质量	资产周转率	turnover	ttm
杠杆	资产负债率	debttoassets	
杠杆	现金比率	cashtocurrentdebt	
其他	市值	ev	取对数
其他	研发强度	stmnote_Rdexp_costosales	

数据来源：Wind、开源证券研究所

2014 至 2022 年，市场对国央企的定价要素 top5 分别为净利润增速、市值、pb、股息率、研发强度，特征重要性分别为 0.103、0.099、0.093、0.091、0.090，有趣的是研发投入强度排名靠前、甚至高于 roe 等因子，与常规的认知有一定出入；

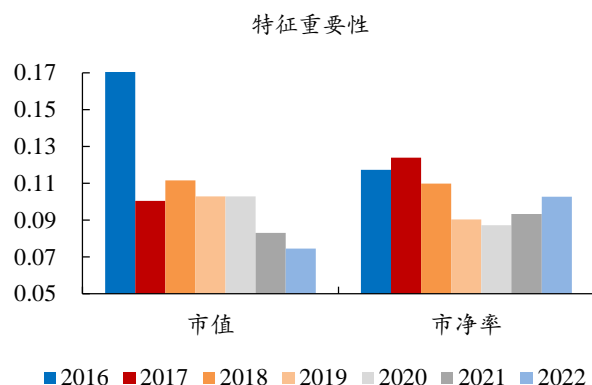
我们进一步细化，以 3 年为窗口期滚动构建随机森林模型，数据显示，市场对国央企的定价有所异化，盈利因子（利润增速、净资产收益率）的重要性在不断上升，市值、pb 的重要性下降，且 2016 年以来市场高度关注国央企的研发支出（创新因子）。总结来看，国央企经营指标自上而下，而我们构建的随机森林模型则是自下而上探索市场对国央企的定价，两种思路表现出了一定的共性，即盈利因子的重要性在提高，同时高度关注国央企的研发和创新。

图5：全时序随机森林特征重要性 TOP 10



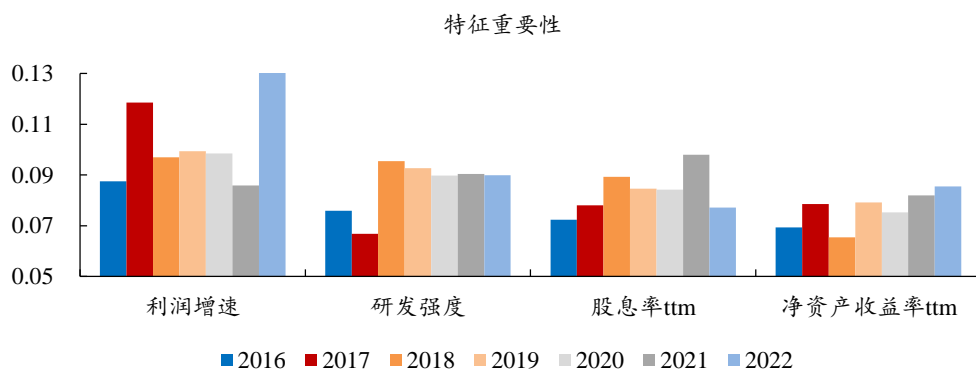
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：市值和市净率的重要性在下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：盈利因子、创新因子的重要性持续上升



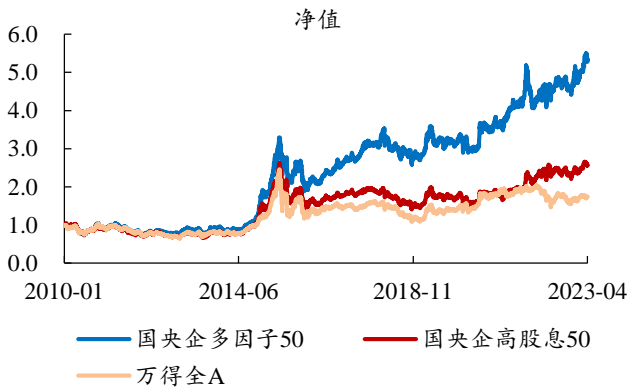
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：窗口滚动随机森林显示，市场对国央企的定价有所异化

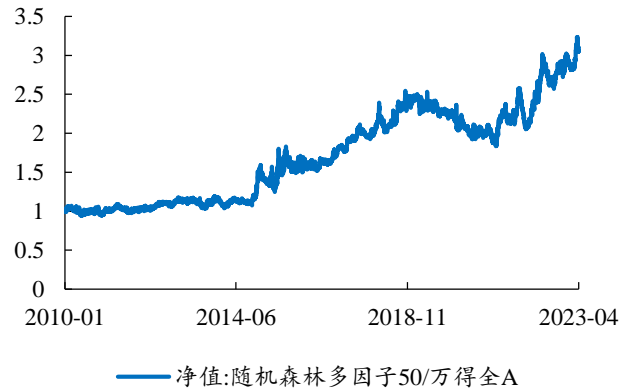
特征重要性	2014-2016	2015-2017	2016-2018	2017-2019	2018-2020	2019-2021	2020-2022
利润增速	0.0875	0.1185	0.0970	0.0993	0.0985	0.0858	0.1420
市净率	0.1173	0.1239	0.1098	0.0904	0.0873	0.0933	0.1028
研发强度	0.0759	0.0668	0.0954	0.0927	0.0898	0.0904	0.0899
净资产收益率ttm	0.0693	0.0786	0.0654	0.0792	0.0753	0.0819	0.0855
股息率ttm	0.0724	0.0780	0.0892	0.0845	0.0843	0.0980	0.0771
市盈率ttm	0.0854	0.0823	0.0768	0.0751	0.0743	0.0739	0.0760
市值	0.1753	0.1006	0.1116	0.1029	0.1029	0.0831	0.0746
市销率ttm	0.0624	0.0653	0.0652	0.0732	0.0826	0.0789	0.0733
毛利率ttm	0.0640	0.0707	0.0801	0.0848	0.0929	0.0791	0.0674
现金比率	0.0650	0.0822	0.0784	0.0772	0.0710	0.0712	0.0634
净利率ttm	0.0549	0.0588	0.0535	0.0536	0.0591	0.0697	0.0627
资产负债率	0.0348	0.0379	0.0396	0.0441	0.0414	0.0463	0.0460
资产周转率ttm	0.0358	0.0364	0.0379	0.0428	0.0408	0.0483	0.0392

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：纵向看，颜色从绿到红表示因子在该阶段的特征重要性越高

我们筛选了 top5 影响力因子（利润增速、市值、市净率、股息率、研发强度），并将随机森林的特征重要性确定为权重、构建打分模型，挑选上季末得分最高的 50 只国央企股票作为下个季度的组合。回测结果显示，2010 年 1 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日，国央企多因子 50 的累计收益率大幅提高至 534.1%、对应年化收益率为 13.5%，较高股息 50、万得全 A 分别提高了 6.1、9.2 个百分点。

图9：多因子策略大幅提高收益率


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2015-2018、2021-2023 年多因子表现优异


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、β 收益：价值-成长风格轮动

3.1、中美利率周期下的价值成长轮动

如前述，单因子和多因子主要是筛选国央企个股以增厚收益，实际上多数策略存在有效性边界，需要根据宏观环境组合进行风格轮动、大类资产轮动。资产价格是未来现金流的永续贴现，DDM 模型简化来看，分母对应美债利率（全球资产机会

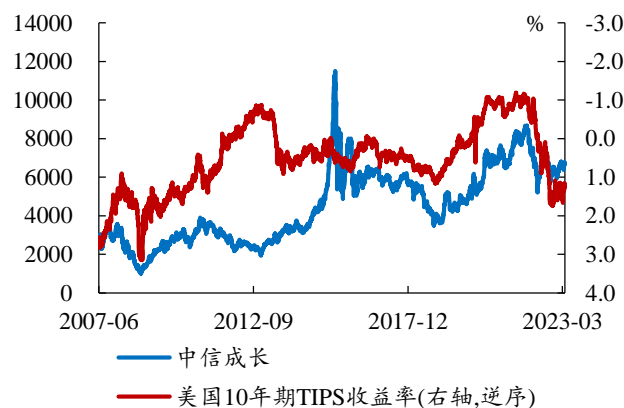
成本之锚)、分子对应实际需求(国内利率),我们在国央企α收益优化的基础上,基于中美利率周期构造价值-成长的风格轮动。

图11: 中债利率主导价值风格



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 美债利率主导成长风格



数据来源: Wind、开源证券研究所

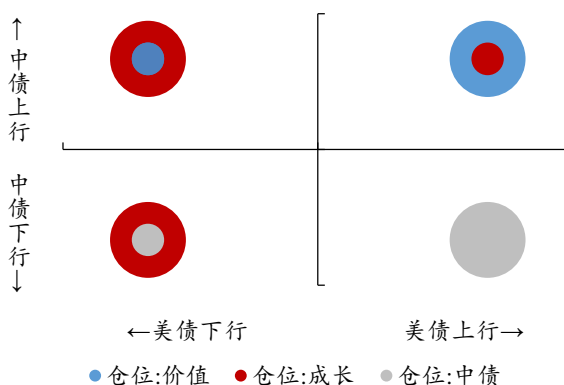
(1)美债下行、中债下行: 利好全球风险资产尤其是成长股的估值修复,仓位配置70%成长、30%中债;

(2)美债下行、中债上行: 成长和价值均有利好,但对分母更敏感,成长和价值分别配置70%、30%;

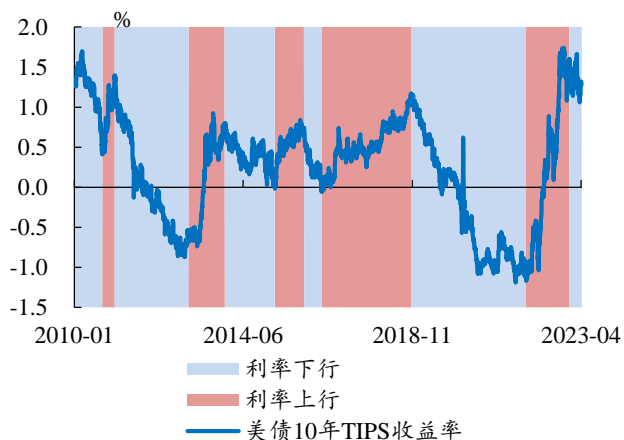
(3)美债上行、中债下行: 美债利率上行推动美元进入强势通道而国内经济不振,呈现“东落西升”、资本回流美元资产,国内债市表现好于权益,典型的是2015Q3-2016Q1、2018、2022Q2-2022Q3,因此满仓配置中债;

(4)美债上行、中债上行: 全球经济共振复苏,权益市场好于债券市场,因此满仓权益,价值风格和成长风格分别配置70%、30%。典型为2010Q4-2011Q1(强复苏)、2013全年(弱复苏)。

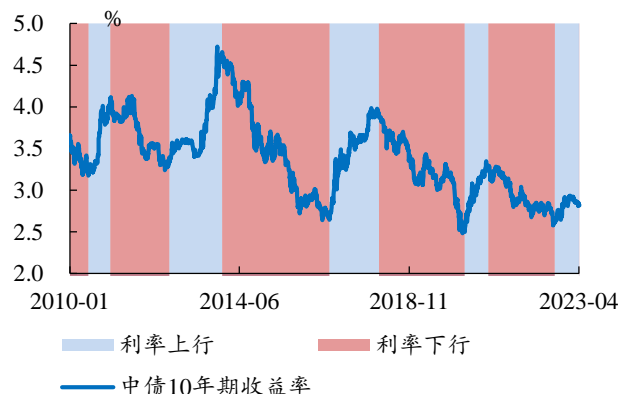
图13: 国央企风格轮动思路



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14：2010年以来美债实际利率经历5轮周期


数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2010年以来中债利率中枢下行


数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：基于中美利率周期进行风格轮动

起点	终点	美债利率	中债利率	价值比例	成长比例	国债比例
2010/01/01	2010/07/14	↓	↓	0%	70%	30%
2010/07/15	2010/10/14	↓	↑	30%	70%	0%
2010/10/15	2011/02/08	↑	↑	70%	30%	0%
2011/02/09	2012/08/22	↓	↓	0%	70%	30%
2012/08/23	2013/01/14	↓	↑	30%	70%	0%
2013/01/15	2013/12/24	↑	↑	70%	30%	0%
2013/12/25	2014/01/06	↓	↑	30%	70%	0%
2014/01/07	2015/04/17	↓	↓	0%	70%	30%
2015/04/18	2016/01/21	↑	↓	0%	0%	100%
2016/01/22	2016/10/21	↓	↓	0%	70%	30%
2016/10/22	2018/02/05	↑	↑	70%	30%	0%
2018/02/06	2018/11/08	↑	↓	0%	0%	100%
2018/11/09	2020/04/29	↓	↓	0%	70%	30%
2020/04/30	2020/12/11	↓	↑	30%	70%	0%
2020/12/12	2021/11/09	↓	↓	0%	70%	30%
2021/11/10	2022/09/05	↑	↓	0%	0%	100%
2022/09/06	2022/12/28	↑	↑	70%	30%	0%
2022/12/29	2023/03/31	↓	↑	30%	70%	0%

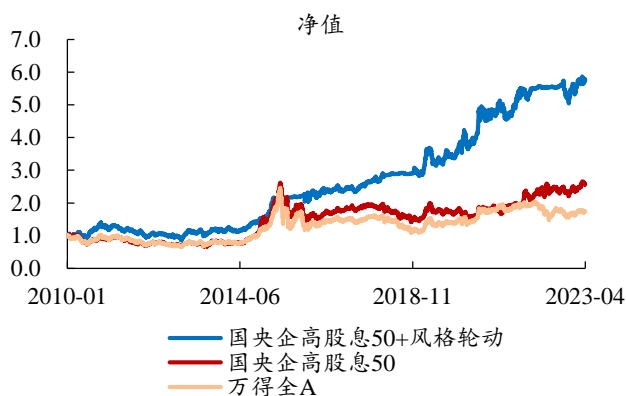
数据来源：Wind、开源证券研究所

回测区间同样限定于2010年1月1日至2023年3月31日，中信成长指数代表成长，中债国债总全价指数代表债券，价值则分别使用单因子国央企50和多因子以观察风格轮动效果，根据中美利率周期切换信号进行调仓。

风格轮动策略兼具“固收+”属性。回测结果显示，国央企单因子和随机森林多因子在结合风格轮动后，年化收益率分别提高了6.7、2.3个百分点至14.2%、15.8%，

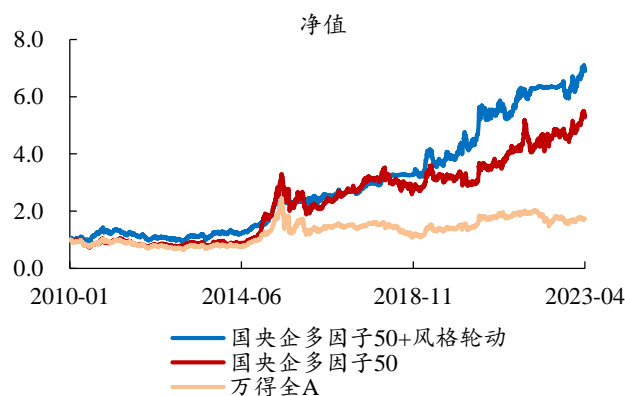
同时年化波动率和夏普比率显著改善，其中随机森林多因子+风格轮动的夏普比率高达 93.3%，主要在于较好控制了三轮回撤，分别是 2015 年股市回调、2018 年中美贸易摩擦、2022 年美联储加息资本外流，但 2022 年满仓国债损失了大量的能源股收益。

图16：轮动策略具备“固收+”属性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：轮动策略有效控制了2016、2018、2022年回撤



数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：轮动策略优化效果显著

	国央企高股息 50	国央企高股息 50 +风格轮动	国央企多因子 50	国央企多因子 50 +风格轮动
累计收益率	157.8%	477.9%	534.1%	697.7%
年化收益率	7.4%	14.2%	13.5%	15.8%
年化波动率	22.0%	17.3%	23.2%	17.3%
夏普比率	43.5%	85.3%	66.5%	93.3%
最大回撤	46.2%	39.4%	42.6%	38.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、单边 HP 滤波判断中美利率周期

轮动策略在回测的优异表现往往在实盘或者说样本外难以奏效，一个重要原因在于使用到了未来数据，从后往前看利率波段一目了然，但从前往后并非如此，一种可行的做法在于使用单边 HP 滤波来识别利率周期。

常用的 HP 滤波（例如 python 的 statsmodels package）为双边滤波，其对趋势项的估计依赖于从 $t=1$ 到 $t=T$ 的信息，即使用了未来数据；而单边 HP 滤波在每一个时间点的过滤，仅使用该时间点可获取信息，不涉及未来信息¹²，近似于肉眼观察，因此对趋势、拐点的识别存在一定的滞后性，导致形态上不如双边滤波平滑。但单边滤波更符合回测策略的要求，我们容许一定的滞后期（比如 1-2 个月）来确认利率趋

¹ Wolf, Elias and Mokinski, Frieder and Sch ü ler, Yves S., On Adjusting the One-Sided Hodrick-Prescott Filter (January 21, 2020). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3536248> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3536248>

² Alfaro, Rodrigo and Drehmann, Mathias, The Holt-Winters Filter and the One-Sided Hp Filter: A Close Correspondence. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4166686> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4166686>

势项出现实质性拐点，调仓时点相应延后，损失一部分收益。

图18: 单边 HP 滤波显示美债 4 轮周期

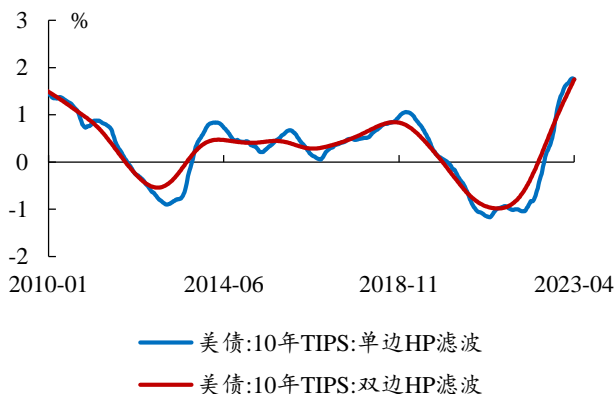
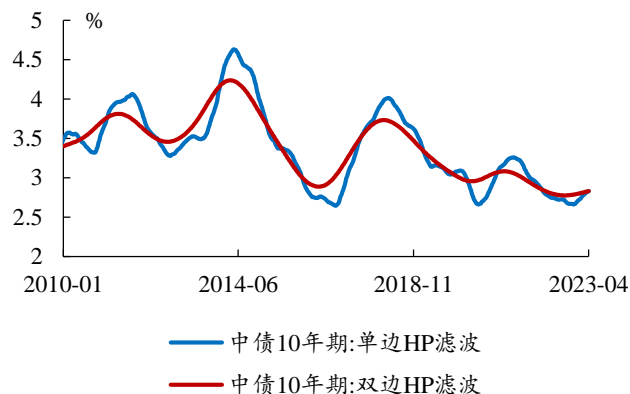


图19: 单边 HP 滤波显示中债 5 轮周期



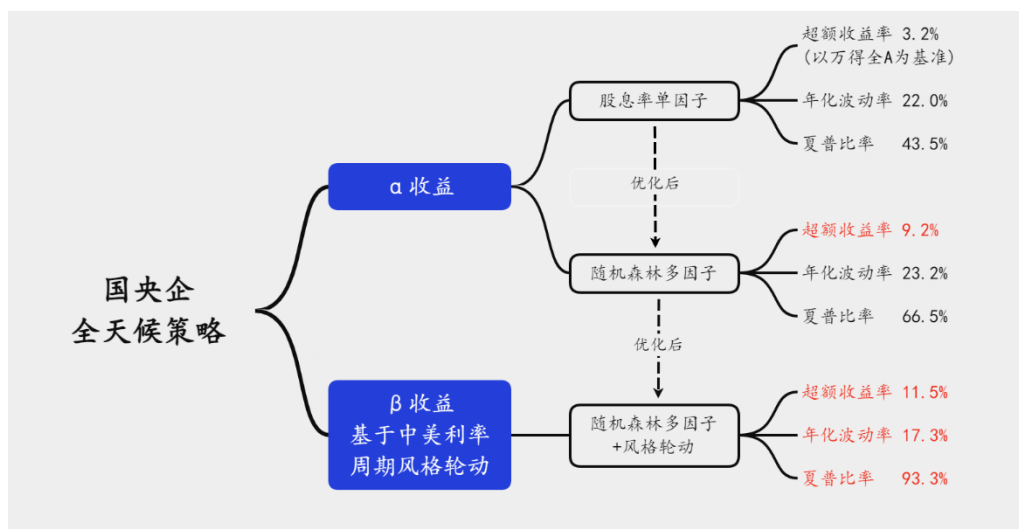
数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

4、全天候策略表现优异，2023Q2 关注海外滞胀风险

首先，股息率是国央企择优的一个简洁有效的单因子，但存在价值陷阱和风险控制不佳的弊端；其次，我们发现，2014 年以来市场对国央企的定价明显异化，高度关注其盈利因子和创新因子，与国央企考核体系的演变具有共性，我们以此将股息率单因子优化为随机森林多因子模型、大幅增厚收益，年化收益率和超额收益率提高至 13.5%、9.2%；其次，针对策略有效性边界，我们构造了价值-成长的风格轮动框架，有效控制了 2015 年股市回调、2018 年中美贸易摩擦、2022 年美联储加息资本外流的三轮较大回撤，超额收益率和夏普比率提高至 15.8%、93.3%，兼具“固收+”属性。

图20: 国央企全天候策略表现优异



数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 超额收益率以万得全 A 为基准

关于 2023Q2 风格轮动方面，美联储快速加息下美国 2023Q1 GDP 不及预期，经济增长动能逐渐减弱，但通胀水平的韧性或超出预期，经济面临“滞胀”风险。美联储按照原计划 5 月份再次加息，随着经济回落，对应实际利率（10 年期 TIPS）延续下行；国内 4 月政治局会议内容总体略超市场预期，“Q1 经济数据超预期，政策不需再发力”的猜想被证伪，利率有一定的上调风险。2023Q2 的宏观组合可能为美债下行、中债上行。

我们提示一点风险，通胀水平目前仍远高于联储的目标水平，特别是核心通胀下降较为缓慢。衰退来临前，海外阶段性滞胀风险仍在积聚，对应实际利率下行偏慢，价值、红利资产的防御属性有望凸显。

5、风险提示

疫情扩散超预期，国内政策执行力度不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn