

对于后续经济复苏前景应保持信心和耐心

2023年4月9日-4月15日周报

◆ 美联储年内只剩一次加息成“共识”，年内是否开启降息是市场和联储博弈核心

本周，美国相继于周三和周四公布了3月CPI和PPI数据。美国3月CPI环比和同比分别录得+0.1%和+5%，分别较前值-0.3PCTS和-0.8PCTS，并且分别较市场预期低0.1PCTS和0.2PCTS。美国3月核心CPI环比和同比分别录得0.4%和5.6%，分别较前值-0.1PCTS和+0.1PCTS，均与市场预期一致。美国3月PPI环比-0.5%，刷新3年新低，与市场预期一致。美国3月PPI同比录得+2.7%，较前值-2.2PCTS，较预期低0.3PCTS。

本周三下午，美联储公布了3月议息会议纪要。对于3月加息25BP的决议过程，会议纪要做出了说明。概括来讲，3月加息25BP体现了美联储内部各方面意见的折衷：部分此前因通胀顽固，认为3月应该加息50BP的与会者，因为银行业危机的爆发，调低了建议加息点位至25BP；同时，另一部分此前认为避免银行业危机进一步发酵，应在3月停止加息的与会者，因为看到了会议前美联储相关政策已经一定程度缓解了银行业危机，因而从建议不加息调整为支持加息25BP。对于经济，会议纪要显示美联储预期美国今年GDP增速放缓，劳动力市场走软，今年晚些时候经济将出现温和衰退。对于通胀，会议纪要显示，与会者认为会前数据表明通胀回落的进展慢于预期，并且一致认为几乎没有证据表明除住房外的核心服务通胀出现放缓。

本周四公布的数据显示，美国3月零售销售环比-1%，较前值-0.8PCTS，低于预期0.6PCTS；3月核心零售销售环比-0.8%，较前置-0.8PCTS，低于预期0.5PCTS。

本周公布的美国3月通胀数据和零售数据，显示美国通胀边际趋缓，并且经济预期进一步走弱。但一方面，本周公布的美联储纪要显示控通胀在美联储政策目标中仍然居于相对核心地位，另一方面，美国3月CPI和PPI同比虽然均较前值下行并且低于市场预期，但3月核心CPI同比和环比并未低于市场预期，并且处在相对高位，显示剔除食品和能源这两个波动大的因素后，能够相对更“准确”反映美国通胀水平的核心CPI仍然具有较强的粘性，与3月美国失业率的下降所显示的美国就业市场仍然偏紧相互印证。综合影响之下，经过本周之后，市场对美联储降息的预期呈现轻微下降。截止4月14日，市场预期美联储5月会议加息25BP的概率由上周五的71.2%升至78%，对本轮加息中联邦基金目标利率的高点预期仍然为5.0%-5.25%，但对年内开启降息的时间点预期从7月向后移到了9月。

降低潜在的银行业危机爆发概率和稳经济动能均可以归结到美联储“稳宏观环境”的政策目标中。美联储目前的政策考量，正是要在“控通胀”对应的加息和“稳宏观环境”对应的“不加息”甚至“降息”之间取得平衡。目前的基本情况是：美国通胀回落速度较慢，韧性较强（3月核心CPI依然处在高位，并未低于市场预期）；美国经济预期进一步走弱；美国此前的银行业危机，在美联储流动性工具的支持下，已经有所缓解。银行业危机问题的重要性边际下降，但经济数据和通胀数据仍然指向美联储进行不同的

作者

符旸 分析师
SAC执业证书：S0640514070001
联系电话：010-59562469
邮箱：fuyyjs@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

刘倩 研究助理
SAC执业证书：S0640122090025
联系电话：010-59562515
邮箱：liuqian@avicsec.com

相关研究报告

出口数据逆转高增，增强经济复苏确定性 — 2023-04-14
新增社融达历史高位，宽货币向实体宽信用的转化率仍需提高 — 2023-04-12
通胀偏弱，需求仍有待进一步恢复 — 2023-04-12

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

利率操作，预示着美联储未来政策方向仍存变数。从市场预期和美联储政策指引看，目前二者已经在本轮加息高点位置取得一致，均为 5.0%-5.25%，对应今年 5 月美联储最后一次加息。但另一方面，市场和美联储仍在年内是否开启降息方面存在分歧：美联储 3 月会议给出的政策指引为年内不降息，市场却认为美联储年内将开启降息。因此我们认为，5 月 3 日的美联储议息会议上，美联储是否会削弱鹰派立场，美联储利率指引是否会向市场利率预期靠拢将是关键。在此次会议之前，美股将难以形成明显的单边行情。

◆ 我国通胀依然偏弱

3 月 CPI 环比录得-0.3%，较 2 月+0.2PCTS，较近 10 年均值+0.3PCTS。排除食品和能源后，3 月核心 CPI 环比为 0，仅比近 10 年均值高 0.07PCTS（考虑春节错位因素，核心 CPI 本身已有一定“高估”）。从环比角度看，3 月 CPI 虽较 2 月有一定回升，但仍然不算强，显示 3 月消费复苏力度可能仍然有不小的可能低于市场预期。

3 月 CPI 同比+0.7%，低于市场预期的+1.0%，较上月-0.3PCTS。分食品和非食品看，3 月食品项和非食品项 CPI 同比分别+2.4%和+0.3%，分别较上月-0.2PCTS 和-0.3PCTS。其中，食品项涨幅下降主要系鲜菜、酒类、奶类、食用油和粮食等同比涨跌幅下行，非食品项方面，居住类、生活用品及服务类、交通和通信类以及其他用品和服务类价格同比的拖累是主因。

往后看，预计在翘尾因素走低和缺乏关键商品价格支撑的情况下，二季度 CPI 同比仍然维持温和，难以走高：1，4 月到 6 月，CPI 翘尾因素在 0.4%到 0.6%之间，较 3 月的+0.8%降低。2，当前猪肉价格仍在下降，已接近去年同期水平，且短期内缺乏上行基础，而去年 4 月到 10 月猪肉价格基数持续上行。3，全球经济走弱预期之下，3 月末至今由于石油输出国减产而形成的油价短期抬升趋势预计难以持续，叠加去年油价的高基数，预计二季度油价同比将持续拖累 CPI 同比涨幅。

3 月 PPI 同比-2.5%，弱于市场预期的-2.3%，较 2 月-1.1PCTS，环比为 0。3 月 PPI 生产资料和生活资料环比均为 0，同比分别为-3.4%和+0.9%。3 月 PPIRM 同比-1.8%，较 2 月-1.3PCTS，环比为 0。受去年同期煤、钢和油的高基数影响，3 月煤炭产业链、钢材产业链和原油产业链出厂价格同比普遍下行。煤、钢和油产业链之外，3 月其他工业子行业出厂价格同比涨跌幅较上月的下行也具有普遍性，如化工、化纤产业链、汽车制造业等。总体上看，3 月除个别工业子行业（如非金属矿物制品业和计算机通信和电子制造业），大部分行业出厂价格同比涨跌幅均较 2 月下降，这一方面有去年同期价格高基数的影响，另一方面也与目前工业产品需求总体偏弱有关。

预计 2023 年第二季度的 3 个月，PPI 同比继续为负：1，去年 4 月到 6 月煤价、钢价和国际油价基数处在相对高位，在全球经济走弱导致油价疲软、以及国内需求恢复速度较慢双重因素影响下，煤、钢和油产业链或继续拖累二季度 PPI。2，二季度 PPI 翘尾因素进一步下行，总体低于一季度，对 PPI 同比的压制作用将更大。

总体看，3 月 CPI 和 PPI 继续维持弱势，显示我国当前通胀水平依然不高、通胀并不对货币政策构成制约，但另一方面，疲软的通胀也反映出我国工业端和居民消费端的需求目前均有待进一步恢复，经济的进一步企稳或需更大力度的政策支持。

◆ 新增社融达历史高位，宽货币向实体宽信用的转化率仍需提高

2023年3月，社融存量增速+10.0%，较上月+0.1PCTS，社融增量5.38万亿元，明显超过市场预期的4.42万亿元，同比多增7235亿元。结构上：3月新增人民币贷款（社融口径）3.95万亿元，同比多增7211亿元，是3月社融的主要支撑项。

3月新增人民币贷款3.89万亿元，超过市场预期的3.09万亿元，同比多增7600亿元，其中居民信贷和企业信贷分别同比多增4908亿元和2200亿元，居民信贷表现尤其亮眼，多增额度占信贷多增额度的接近2/3。

3月居民端新增短期和中长期贷款分别同比多增2246亿元和2613亿元。居民短贷的同比多增主要系居民消费边际改善、消费性质的短期贷款需求增加。居民中长期贷款的同比多增，主因3月商品房销售端的进一步改善。

3月企业端信贷新增2.7万亿元，其中中长期贷款新增2.07万亿元，同比多增7252亿元，以短期贷款和票据融资之和表征的企业短期融资合计新增6128亿元，同比少增5148亿元。我们认为，3月企业中长期融资需求同比上升和短期融资需求同比下降，体现了企业预期边际好转和中央层面重点支持制造业、基建方面的中长期融资需求的信贷政策效果。

3月M2增速录得+12.7%，较2月-0.2PCTS。3月M1增速录得+5.1%，较上月-0.7PCTS。

3月M2增速虽较2月略有回落，但继续维持高位，我们认为与信贷环境宽松下实体端贷款量较大和靠前发力的财政有关，二者共同作用，创造了大量的广义货币。从存款自身的结构看，3月金融机构新增人民币存款5.71万亿元，同比多增1.22万亿元，其中，新增居民户存款和非银机构存款的同比多增是3月金融机构新增人民币存款同比多增的主因。居民户存款同比多增，反映出目前虽然居民的消费和购房虽然已有边际改善，但居民整体上的避险情绪仍然相对较强，居民存款向消费和购房的转化，仍需居民预期的进一步改善作为先决条件。

3月M1增速较2月回落0.7PCTS，M1-M2差值由上月的-7.1PCTS进一步下滑为-7.6PCTS。3月M1增速下行以及伴随而来的M1-M2差值下降，一方面反映出居民部门消费和购房活动在目前基础上仍有待进一步恢复、居民存款向企业活期存款的转移仍然较慢，另一方面可能也与企业部门在贷款端相对宽松而经济走势仍存在不确定性的情况下，存在将活期资金转固的行为有关。

总体来看，3月社融增量的高位，一方面反映出我国实体经济融资需求仍在持续恢复，但另一方面，这种融资需求的恢复目前来看仍然较依赖相对宽松的货币政策和信贷条件。从3月M2增速-社融增速差依然较大可以看出，目前经济系统货币扩张速度仍强于实体经济“自发”的信贷需求，“资金空转”、货币在金融系统内淤积的现象依然明显，宽货币进一步向实体宽信用的转化仍需更精准的政策支撑。

◆ 出口数据逆转高增，增强经济复苏确定性

2023年3月，我国实现出口总值3,155.9亿美元，同比+14.8%，大幅超出市场预期(-5.05%)，与上月环比+47.5%，表现亮眼。3月实现进口总值2,274.0亿美元，同比降幅大幅收窄至-1.40%，优于市场预期(-4.86%)。3月实现贸易顺差881.9亿美元，市场预期顺差444.03亿美元。本月出口数据结束了自去年10月以来的连续负增长，并一举实现两位数的高增，进出口数据全线超过市场预期。

分产品类别看，机电产品出口产值达 1819.0 亿美元，拉动 3 月出口增长 7.24%，成为支撑 3 月出口的中坚力量。从量价来看，3 月多类产品的出口量均实现同比大幅增长，其中汽车和汽车底盘相关产品量价齐升，出口数量同比增长 93.5%，以美元计价的出口单价上涨 15.7%；船舶出口数量同比+66.4%，单价+9.5%，另外箱包及类似容器、鞋靴、陶瓷等轻工业劳动密集产品也实现了量价齐升。此外，钢材虽然出口价格下跌了 5%，但是出口量上涨了 59.7%，拉动本月出口增长 1.27%。

从贸易国结构上来看，东盟仍是我国第一大贸易伙伴，3 月对东盟出口同比 35.43%，拉动整体出口增长 5.37%。对俄罗斯（拉动 1.9%）、香港（拉动 1.59%）、拉丁美洲（拉动 1.23%）以及非洲（拉动 1.94%）出口本月均拉动整体出口增长一个百分点以上，上述几个贸易对象累计拉动出口增长 12.73%，可以解释 81.3% 的出口增长。从环比变化上看，本月与欧美贸易获得较大程度的改善，对美国出口份额的拉动力虽然仍处于同比负值区间，但较 2 月改善达 4.51%，欧盟拉动力在 3 月重回正值区间，拉动力较上月增长 3.45%。

在全球经济走弱的大背景下，我国出口展现出惊人的韧性，也进一步增强了我国经济复苏的确定性。基数因素远远不能解释出口数据大幅改善的原因，2022 年 3 月以美元计价的出口同比增速达 14.3%，仅略低于 1-2 月高位的 16.3%，尚未下台阶。从供给端来看，我们猜测此次出口大幅改善的一个重要原因是，一季度我国产业链快速修复，出口链条的供给能力大幅提高，带动前期积压的订单密集交付，叠加国内企业组团去海外“抢订单”的效果在本月有集中的显现，造成出口同比大增。从需求端来看，海外发达经济体衰退节奏趋缓，3 月对美国、欧盟和英国的出口额均出现改善，外需走弱程度不及预期，此次数据劳动密集型的轻工产品出口数量出现大幅增长，鞋靴、箱包、陶瓷等品类量价齐升。同时新兴经济体方面，在一带一路政策的带领下，我国与东盟的贸易对出口形成了坚实的支撑。我国与东盟国家及 RCEP 成员国的合作愈发深入，各国企业在东盟投资设厂带动了其对于我国原材料、配套机械产品等需求的大幅增长，形成了产业链供应链的融合式发展。

总体来看，3 月的出口数据与 PMI 数据、金融数据和房地产销售的高频数据之间实现了相互印证，显示我国经济大概率仍处于复苏趋势中，虽然后续出口形势还需进一步观察，但 3 月出口的高增已经给了上调全年出口景气度的理由。同时政策面仍有较强动机和底牌来维持经济复苏格局，因此我们认为市场对于后续经济复苏前景应保持信心和耐心。

◆ 资金利率围绕政策利率平稳运行

本周（4 月 10 日-4 月 14 日），逆回购方面，周内央行累计投放 7D 逆回购 540 亿元，利率维持 2.0%；另有 290 亿元逆回购到期，实现投放流动性 250 亿元。货币市场方面，周内资金利率围绕政策利率平稳运行，截止 4 月 14 日，DR007 报收 2.02%，较上周五上行 2BP；SHIBOR1W 报收 2.00%，较上周五持平。4 月 MLF 到期量为 1500 亿元，由于 4 月是季初月，缴税需求较高，结合过去一周资金利率波动中枢已经在政策利率附近，资金面处于紧平衡的状态，因此央行存在超量续作以满足市场流动性需求的可能。

近期以各地农商行为代表的中小银行下调存款利率，升高了市场的降息预期。我们认为近期 MLF 利率下调进而引导 LPR 调降的可能性不高。首先，此次部分中小银行调

整存款利率的举措是被动的，主要是为了应对息差大幅收窄导致的盈利空间逼仄的困境，目前各大行还是按兵不动。其次，近期内各项经济数据，包括 PMI 数据、金融数据、进出口数据以及房地产销售的高频数据均表明我国经济复苏势头良好，央行的货币政策虽仍需保持力度以稳固对实体经济的可支持力度，但在当前形势下似乎动用货币政策的“杀手锏”的紧迫性不高。最后，央行部分结构性工具，例如抵押补充贷款、科技创新再贷款、设备更新改造专项贷款、支农支小再贷款等余额出现大幅增长，有效支撑了实体经济中部分低成本资金的需求，总量层面操作或维持谨慎。

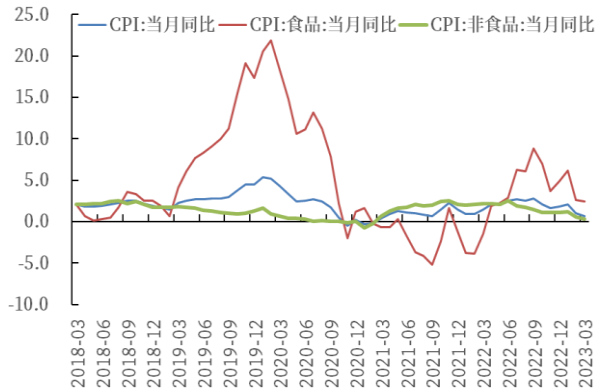
◆ 超预期出口改善基本面悲观预期，但债市整体情绪仍处于良好区间

截至 4 月 14 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.83%，较上周五下行 2BP。信用利差方面，3 年期 AAA 级信用利差本周五录得 34BP，较上周五下行 3 BP。本周周内陆续发布了 3 月的通胀数据、金融数据以及进出口数据等关键的经济数据，债市根据数据的发布有所波动，但整体情绪良好。

本周二发布通胀数据偏弱，CPI 同比低位运行，PPI 持续处于负值区间，表明内需恢复不及预期。2021 年三季度以来 M2 快速抬升，但广义货币供应量的高涨传导到实体经济效率较低，M2 与 M1 剪刀差走阔，居民存款屡创新高，表明超发的货币并没有高效流入商品和服务的消费生产领域，企业生产活力不高。另一方面，目前 M2 增速和 CPI 之间的差额有所扩大，从历史数据来看，两者之间差额扩大一般反映了货币流通速度偏低，发生在经济疲弱以及居民消费信心较弱阶段，引发了市场对于通缩的担忧，带动十年期国债收益出现了一波急剧下调。

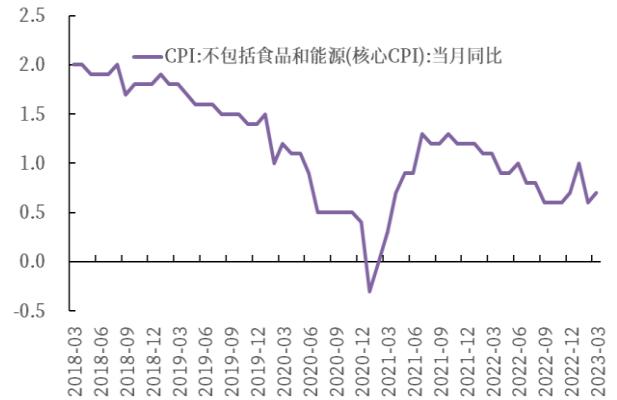
但是周四公布的 3 月进出口数据出人意料的扭转了基本面的悲观预期。出口数据结束了自去年 10 月以来的连续负增长，并一举实现两位数的高增，进出口数据及贸易顺差全线超过市场预期。不仅是以电动载人汽车、锂电池、太阳能电池“新三样”产业链表现优异，机电产品、轻工业制品以及钢材等原材料均有亮眼的表现。3 月的出口数据与之前的 PMI 数据、金融数据和房地产销售的高频数据之间实现了相互印证，给了上调全年出口景气度的理由，国债收益率也出现了小幅的上行，但整体情绪仍处于良好区间。未来出口的趋势有待进一步的数据验证，资本市场目前对经济前景的预期依然偏弱，预计在一季度的经济数据和政策面、资金面等增量信息出现之前，债市整体的良好情绪或仍延续。

图1 CPI 同比及 CPI 食品项和非食品项走势 (%)



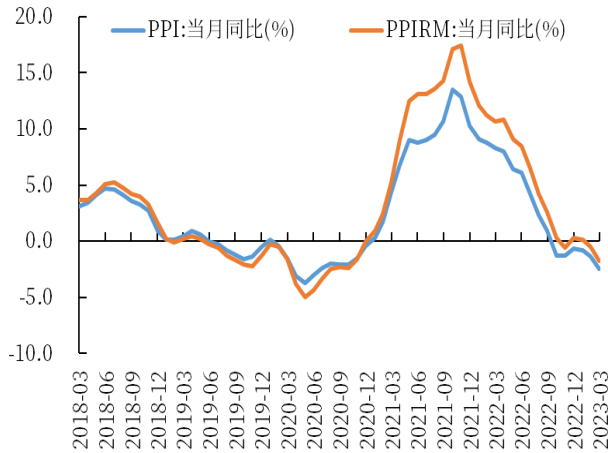
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 核心 CPI 同比走势 (%)



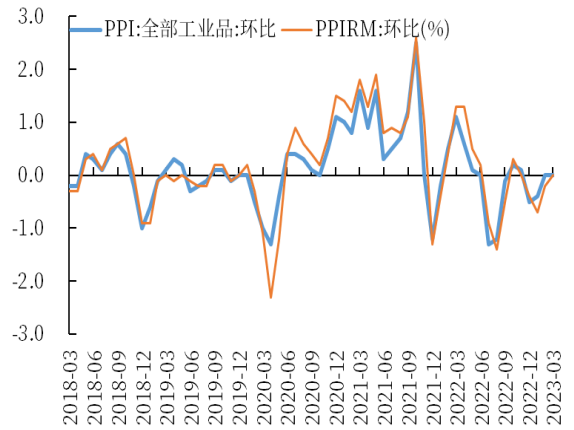
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 PPI 和 PPIRM 同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 PPI 和 PPIRM 环比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 近 12 个月各月新增社融分项同比变化 (亿元)

项目	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
总 当月新增社会融资规模	7,235.00	19,390.00	-1,893.00	-10,522.00	-6,146.00	-7,042.00	6,385.00	-5,181.00	-2,967.00	14,909.00	8,893.00	-9,243.00
表内 新增人民币贷款	7,211.00	9,100.00	7,326.00	4,051.00	-1,573.00	-3,321.00	7,931.00	681.00	-4,303.00	7,358.00	3,936.00	-9,224.00
表内 新增外币贷款	188.00	-170.00	-1,162.00	-1,016.00	-314.00	-691.00	-694.00	-1,173.00	-1,059.00	-992.00	-247.00	-488.00
表外 新增委托贷款	67.00	-3.00	156.00	315.00	-123.00	643.00	1,530.00	1,578.00	240.00	94.00	276.00	281.00
表外 新增信托贷款	214.00	817.00	688.00	3,789.00	1,825.00	1,900.00	1,907.00	890.00	1,173.00	218.00	676.00	713.00
表外 新增未贴现银行承兑汇票	1,503.00	4,158.00	-1,770.00	865.00	574.00	-1,270.00	118.00	3,359.00	-428.00	1,287.00	-142.00	-405.00
直接 企业债券融资	-462.00	34.00	-4,290.00	-7,054.00	-3,402.00	152.00	-792.00	-3,137.00	-2,131.00	-1,581.00	1,443.00	28.00
直接 非金融企业境内股票融资	-444.00	-14.00	-475.00	-408.00	-306.00	-58.00	250.00	-227.00	499.00	-367.00	-425.00	352.00
其他 政府债券	-1,052.00	5,416.00	-1,886.00	-3,865.00	-1,638.00	-3,376.00	-2,533.00	-6,693.00	2,178.00	8,708.00	3,881.00	173.00

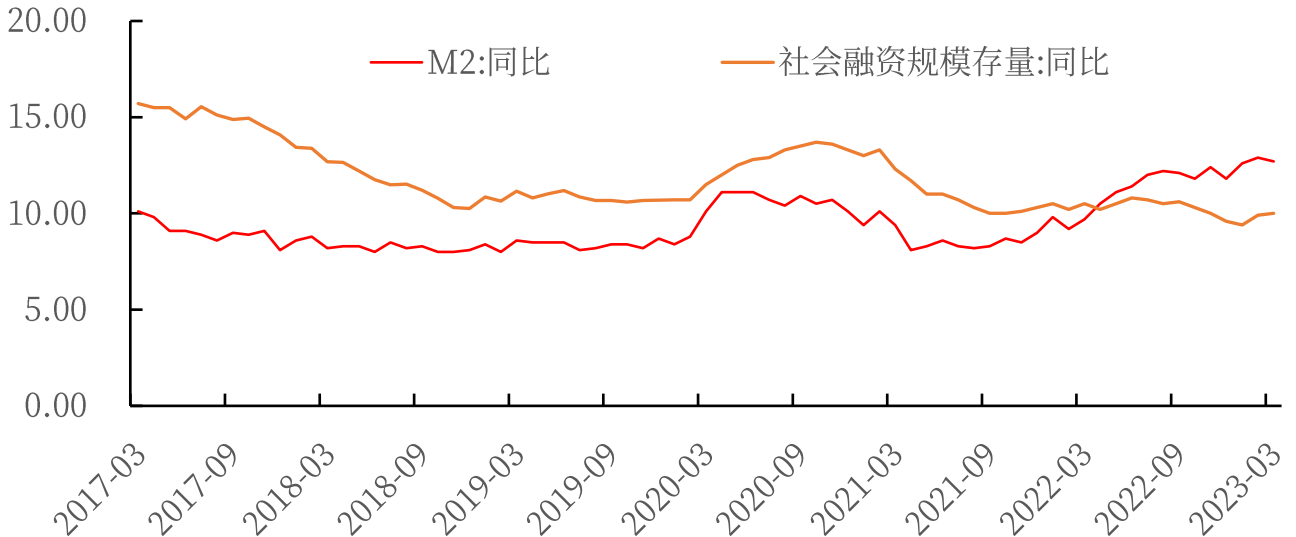
资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 近 12 个月各月新增信贷分项同比变化 (亿元)

项目	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
总 新增人民币贷款	7,600.00	5800	9200	2700	-600	-2110	8100	300	-4010	6900	3900	-8246
长短期 新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	2902	1762	-580	-2573	-699	-748	2380	232	42	2645.87	8911	415.13
新增人民币贷款:中长期	9865	7370	8807	7024	232	-456	5329	537	-966	5140.72	4356	-9184.72
居民 新增人民币贷款:居民户	4,908.00	5450	-3858	-963	-4710	-827	-3383	-1175	2842	-203	-3344	-7453
新增人民币贷款:居民户:短期	2246	4129	-665	-270	992	-938	-181	426	-354	781.87	34	-2220.87
新增人民币贷款:居民户:中长期	2613	1322	-3193	-693	-3718	-889	-211	-601	2488	-989.28	-3379	-5231.72
企业 新增人民币贷款:企(事)业单位	2,200.00	3700	13200	6017	3158	1525	9370	1787	-457	7525	7243	-768
新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	2726	1674	5000	638	-651	-555	4741	1028	-969	3815	3286	199
新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	7252	6048	14000	8717	3950	2433	6540	2138	-478	6130	-977	-3953
新增人民币贷款:票据融资	-7674.00	-4041	-3915	-2941	56	745	-2180	-222	1365	-951	5591	2437

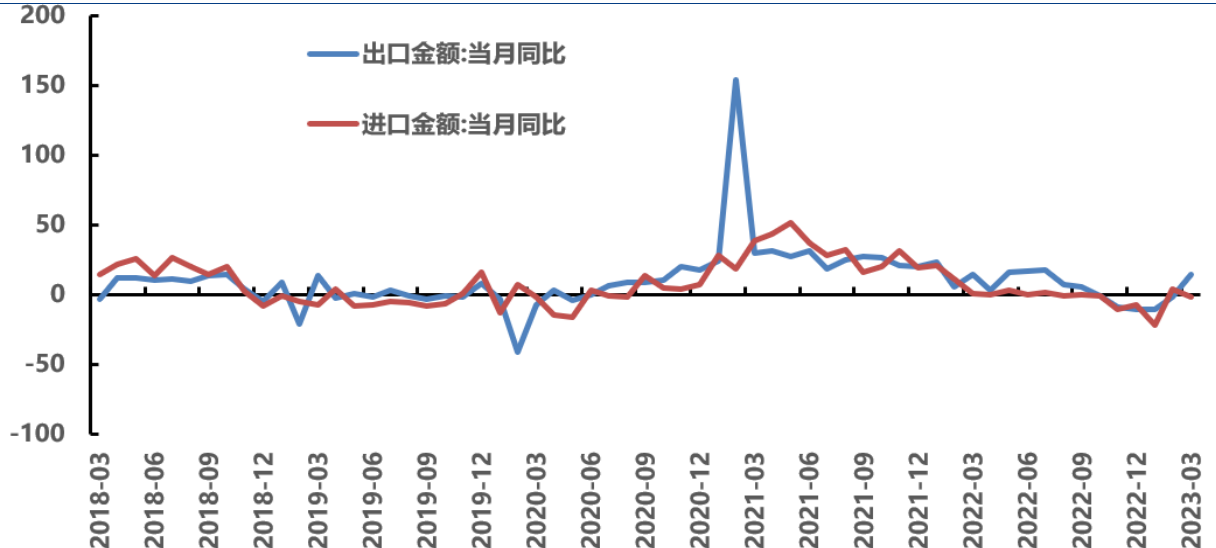
资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 M2 与社融之间增速差仍然较大, 实体经济信用扩张落后货币增速 (%)

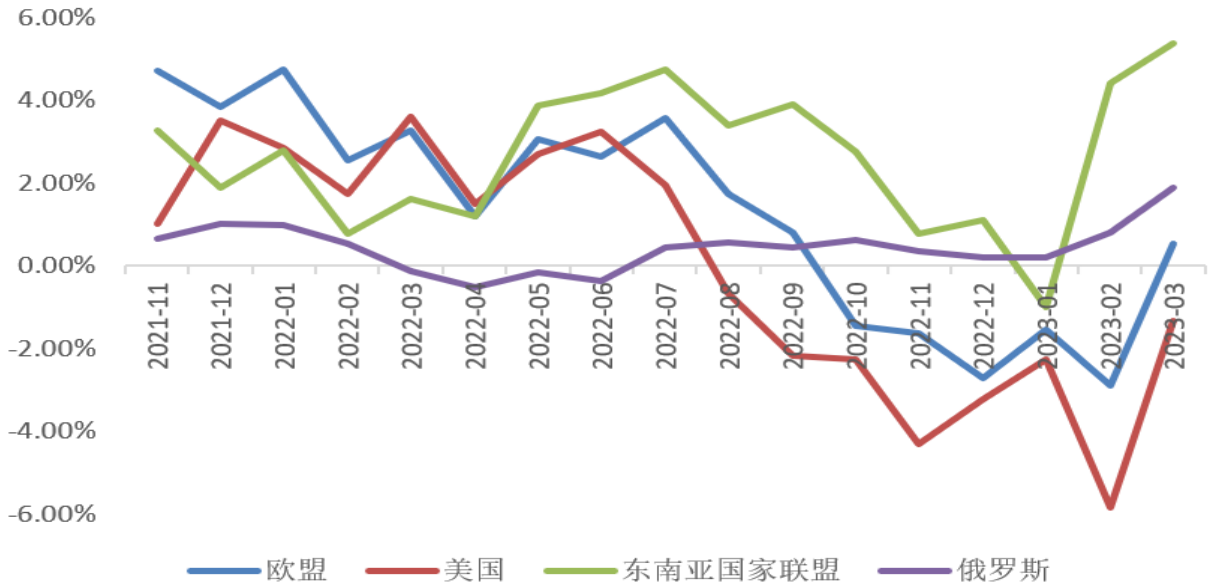


资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 进出口金额当月同比数据 (%) (以美元计价)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图9 各国出口金额（以美元计价）对出口整体增速拉动力的变化趋势


资料来源: wind, 中航证券研究所

图10 出口产品量价同比变动情况

出口品	2023-03		2023-02		2023-01		2022-12		2022-11	
	价	量	价	量	价	量	价	量	价	量
水海产品	-7.8%	17.4%	-6.2%	35.3%	-11.8%	-21.1%	-5.1%	-2.9%	1.1%	-13.2%
粮食	13.4%	-10.6%	64.0%	-60.9%	20.2%	-13.6%	13.6%	-12.5%	-8.1%	40.0%
成品油(海关口径)	-4.6%	34.0%	13.0%	91.7%	27.5%	60.2%	28.3%	138.4%	36.7%	46.5%
稀土	-16.3%	-8.2%	40.0%	-33.4%	12.6%	25.4%	-0.5%	5.4%	137.8%	-39.3%
中药材及中式成药	-20.7%	14.7%	-	-	-	-	-	-	-	-
肥料	-18.0%	24.0%	-14.3%	59.2%	-2.7%	28.3%	22.3%	46.1%	15.2%	11.6%
箱包及类似容器	23.5%	53.9%	21.7%	-25.0%	8.7%	0.0%	9.7%	4.2%	12.2%	0.0%
鞋靴	6.8%	23.9%	5.0%	-30.2%	8.8%	-11.4%	5.2%	-2.8%	6.3%	-2.5%
陶瓷产品	17.0%	22.3%	-13.0%	-4.7%	-9.9%	-4.4%	4.9%	-6.7%	-3.3%	1.8%
钢材	-5.0%	59.7%	-19.5%	70.2%	-9.7%	30.8%	-19.2%	7.4%	-24.0%	28.2%
未锻造的铝及铝材	-12.3%	-16.3%	-10.2%	-8.6%	-7.6%	-19.1%	-10.1%	-16.3%	-8.5%	-10.5%
手机	-25.7%	-8.3%	-10.6%	-1.2%	43.2%	-21.7%	5.7%	-33.0%	-11.2%	-24.9%
家用电器	-8.7%	22.6%	2.1%	-18.1%	3.2%	-13.7%	-0.4%	-20.7%	-2.2%	-21.2%
集成电路	-4.4%	1.5%	-2.9%	-7.8%	-10.8%	-30.5%	4.2%	-19.4%	-10.6%	-21.5%
汽车和汽车底盘	15.7%	93.5%	16.0%	45.5%	17.1%	38.5%	6.6%	78.9%	26.7%	68.2%
船舶	9.5%	66.4%	-40.9%	47.1%	-9.2%	-23.5%	-53.3%	194.4%	-21.7%	2.2%

资料来源: wind, 中航证券研究所

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。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%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, liyuq@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