

金融市场分析周报

(2023.07.03-2023.07.07)

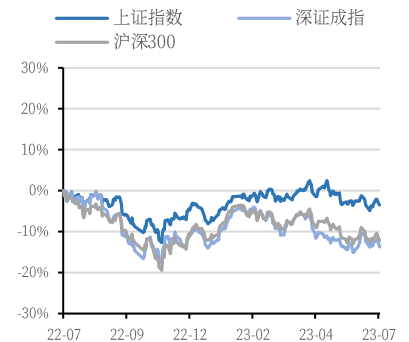
报告摘要

- **资金面分析：**跨半年结束，资金面重回宽松，资金价格明显下行；月初资金面潜在波动较少，但应注意下下周缴税可能带来的影响。本周央行公开市场全口径净回笼 11560 亿元。跨半年结束，资金面重回宽松，资金价格明显下行。下周缴税日期临近，7 月份为季初第一个月，为传统缴税大月，预计缴税走款将对资金面造成一定冲击，一定程度可能提前影响下周资金市场。本周央行减少逆回购投放，下周逆回购到期位于低位，预计对于资金面影响有限。政府债融资额小幅上行，但整体位于低位，对于资金市场冲击不大。整体来看，月初资金面潜在波动较少，但应注意下下周缴税可能带来的影响。
- **利率债：**跨季后资金面极为宽松，本周基本面数据空窗，主要受特别国债小作文及降准小作文影响，市场前半周波动较大，本周末端小幅震荡。上周末央行例会表态较为乐观，目前市场继续围绕政策小作文交易，经济弱复苏，长端利率经过前期下探 V 回后，底部特征明显，此位置继续易上难下。二季度例会相比一季度有一定力度的加大，增加与删除的表述如下：总基调：推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善经济形势：加大逆周期调节力度，综合运用政策工具，切实服务实体经济，有效防控金融风险。外汇市场供求基本平衡，经常账户延续稳定顺差，外汇储备充足；货币政策：要克服困难、乘势而上，加大宏观政策调控力度。改善消费环境，促进经济良性循环；地产：删除“有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”。添加“促进房地产市场平稳健康发展”，“推动建立房地产业发展新模式”。特别国债小作文本周继续加大市场波动，发行特别国债可能性较低，主要两方面：1) 本周四总理主持召开的济形势专家座谈会，总理

主要数据

上证指数	3196.6092
沪深300	3825.6988
深证成指	10888.5548

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

外部流动性依然紧张，6 月经济动能或仍较弱 —2023-07-09
金融市场分析周报 —2023-07-05
PMI 数据显示 6 月经济动能仍然较弱 —2023-07-02

表示“必须坚持稳中求进工作总基调”“及时出台、抓紧实施一批针对性、组合性、协同性强的政策措施”，肯定了经济向好发展的同时，对于稳定提出要求；2) 特别国债历史仅发行过 3 次，分别是 1998 年（亚洲金融危机），2007 年（次贷危机），2020 年（新冠疫情），发行背景相似，全球宏观环境恶化，全球经济遭到巨大冲击。特别国债虽不纳入赤字，纳入政府性基金预算，但给财政带来较大负担，使得实际赤字率大幅提高，目前全球与我国整体经济宏观环境与之前还有差别，发行可能较小。

- **权益市场：**二季度以来经济修复节奏放缓，政策扶持组合拳有望加快经济复苏节奏。下半年在政策呵护下经济有望加速修复，主题投资虹吸效应或减弱，市场交易拥挤情况有望更加均衡。北上资金 7 月 3 日-7 月 7 日共 5 个交易日合计流出 91.60 亿元。上证综指最终报收 3196.61 点，同期深证成指下跌 1.25%，创业板指下跌 2.07%，分行业来看，7 月 3 日-7 月 7 日共 5 个交易日中，30 个中信一级行业中有 16 个上涨，14 个下跌，其中综合金融、煤炭、汽车领涨 3.78%、3.41%、3.00%；传媒、计算机、电力设备及新能源领跌 4.73%、2.90%、2.41%。当前市场正在逐步步入重要数据和宏观政策的窗口期，前期经济政策不断向好加大投资者的预期，在端午假期前形成小幅度反弹，未来一周将发布 6 月及二季度经济金融数据，可能进一步强化市场对宏观政策支持预期。在经历基金阶段性调仓后，短期内主题投资表现或较稳定，市场焦点或向有望逆境反转且拥挤度较低的方向扩散。除了前期受市场关注度较高的行业外，公用事业、美容护理、汽车等不仅一季报表现较好全年也有望录得较高盈利增速；钢铁，电子，轻工制造，房地产，国防军工，纺织服饰等行业虽一季报表现欠佳但全年有望实现逆境反转。
- **美元指数分析：**美国 6 月份非农就业数据不及预期，美元指数本周回落。本周三美联储 6 月份 FOMC 会议纪要公布，纪要显示几乎所有官员认为今年利率将进一步上调，部分官员认为劳动市场仍然紧张，经济韧性超预期，通胀回归目标仍存在较大阻力。受纪要公布预期影响，本周前半周美元指数维持上行。本周公布的美国 ADP 就业数据远超市场

预期，但随后公布的非农就业数据表现却不及市场预期，历史上 ADP 就业数据与非农就业数据相关性较强，但短期背离的情况时有发生，收非农就业数据影响，本周五美元指数明显回落。

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爆发 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	5
1.1 一周要闻	5
二、 固定收益市场分析	5
2.1 资金面分析：跨半年结束，资金面重回宽松，资金价格明显下行； 月初资金面潜在波动较少，但应注意下下周缴税可能带来的影响.....	5
2.2 利率债走势分析：央行本周跨季后回笼资金，上周末央行二季度例会力度加大，消息面信息较少，小作文加大波动，本周窄幅波动，周 K 接近平收.....	7
2.3 存单信用债分析：存单融资额转正、信用债融资额减少；二级市场信用债收益率整体下行.....	9
三、 主要资产价格分析	10
3.1 权益市场分析：三季度稳增长政策持续发力，国内经济企稳向好，市场关注焦点或向有望逆境反转且拥挤度较低的方向扩散.....	10
3.2 美元指数分析：美国 6 月份非农就业数据不及预期，美元指数本周回落.....	11

一、 本周重点经济

1.1 一周要闻

1) 本周国务院总理李强主持召开经济形势专家座谈会，听取专家学者对当前经济形势和做好经济工作意见建议。李强指出，当前我国正处在经济恢复和产业升级关键期，要注重打好政策“组合拳”，围绕稳增长、稳就业、防风险等，及时出台、抓紧实施一批针对性、组合性、协同性强的政策措施。围绕高质量发展首要任务，在转方式、调结构、增动能上下更大功夫。通过增强工作互动性来增强决策科学性，建立健全政府与民营企业、外资企业等各类企业常态化沟通交流机制。

2) 本周公布的美国 6 月份非农就业数据不及市场预期，美国就业市场放缓迹象渐显。6 月季调后非农就业人数增加 20.9 万人，预期 22.5 万人，前值由 33.9 万人修正为 30.6 万人。结构层次上美国就业市场韧性仍存，6 月失业率环比下降 0.1 个百分点至 3.6%，符合预期；员工平均时薪加速上涨，同比上涨 4.4%，预期 4.2%，前值 4.3%；环比上涨 0.4%，预期 0.3%，前值自 0.3%修正至 0.4%；就业参与率为 62.6%。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：跨半年结束，资金面重回宽松，资金价格明显下行；月初资金面潜在波动较少，但应注意下周缴税可能带来的影响

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场全口径净回笼 11560 亿元

本周央行公开市场共有 11690 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 130 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场净回笼 11560 亿元。下周央行公开市场将有 130 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 50 亿元、20 亿元、20 亿元、20 亿元、20 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	4400	2190	2140	1930	1030
7 天	50	20	20	20	20
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）365D	0	0	0	0	0
MLF（回笼）365D	0	0	0	0	0
央行票据 3 个月	0	0	0	0	0
国库现金定存	0	0	0	0	0
净投放	-4350	-2170	-2120	-1910	-1010

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

资金面的复盘：跨半年结束，资金面重回宽松，资金价格明显下行。本周跨半年结束，虽然央行逆回购回笼超

万亿，但一方面半年流动性考核对于资金面影响结束，另一方面 6 月末财政支出持续走款，资金面重回宽松，主要期限资金价格较上周明显回落。本周五银行间回购利率 R001 加权平均降至 1.2605%，R007 加权平均降至 1.8841%；交易所回购利率 GC001 加权平均升至 1.7870%，GC007 加权平均降至 1.8230%。

表 2：本周货币市场利率

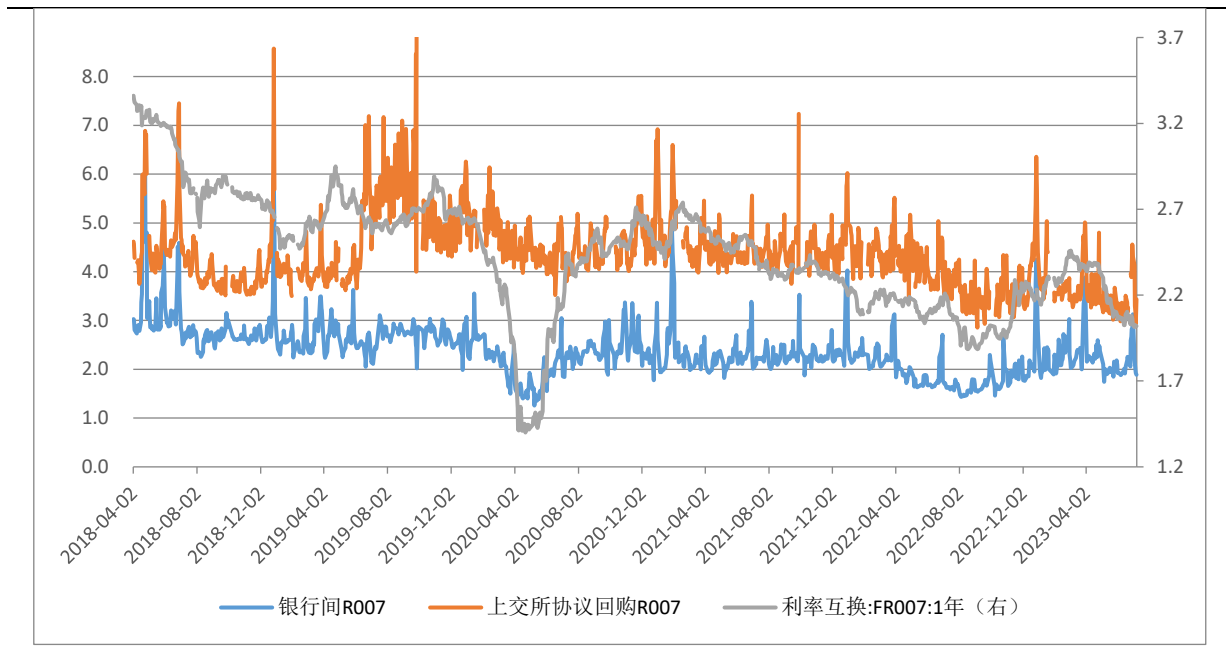
市场	代码	周一 (%)	周二 (%)	周三 (%)	周四 (%)	周五 (%)
银行间回购	R001	1.2657	1.3395	1.2704	1.2069	1.2605
	R007	2.1854	2.1193	1.9700	1.9216	1.8841
	R014	2.1555	2.2396	2.0588	1.9535	1.9258
	R021	2.0007	2.0181	1.9878	2.0633	2.0703
	R1M	2.0889	2.1597	2.1439	2.2728	2.3204
上交所协议回购	206001	3.8810	3.8080	3.8100	3.9000	
	206007	4.1250	3.2950	3.1550	2.9370	3.4370
	206014	4.7670	4.3720	4.2400	3.6990	3.3430
	206021	5.8730	5.4980	5.9160	4.8870	5.4340
	206030	5.3410	5.7220	5.0790	5.2960	5.5760
利率互换定盘：1Y	FR007	2.0145	2.0276	2.0237	2.0188	2.0195

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2) 资金面的展望：月初资金面潜在波动较少，但应注意下下周缴税可能带来的影响

近日中国人民银行货币政策委员会 2023 年第二季度例会召开，会上指出我国稳健的货币政策精准有力，加大逆周期调节力度，综合运用政策工具，切实服务实体经济，有效防控金融风险。整体来看，央行再提跨周期调节，说明经济复苏阶段政策支持仍不可缺席，预计未来货币政策主要方向仍为宽信用，资金面快速转向的可能性相对较小。但随央行降息，宽信用推进可能加快，关注未来资金面转向可能。

随跨半年结束，本周资金价格相应回落。下周缴税日期临近，7 月份为季初第一个月，为传统缴税大月，预计缴税走款将对资金面造成一定冲击，一定程度可能提前影响下周资金市场。本周央行减少逆回购投放，下周逆回购到期位于低位，预计对于资金面影响有限。政府债融资额小幅上行，但整体位于低位，对于资金市场冲击有限。整体来看，月初资金面潜在波动较少，但应注意下下周缴税可能带来的影响。

图 1：各期限资金价格走势（%）


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析：央行本周跨季后回笼资金，上周末央行二季度例会力度加大，消息面信息较少，小作文加大波动，本周窄幅波动，周 K 接近平收

1) 利率债走势复盘：央行本周跨季后回笼资金，上周末央行二季度例会力度加大，消息面信息较少，小作文加大波动，本周窄幅波动，周 K 接近平收

周一，央行开展 50 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。当日 4400 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 4350 亿元。本周基本面数据真空，跨季后资金面放松，今日利率债波动幅度较小，长端小幅上行；

周二，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。当日 2190 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 2170 亿元。下午传出特别国债小作文，t 跳水，现券跟随调升，临近收盘收回，但四点半后又传出一线解除限购，现券再次转升，日终长端上行 1bp，短端跨季后表现好于长端；

周三，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。当日 2140 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 2120 亿元。资金面继续宽松，dr007 将至 1.8% 以下，现券跟随 t 强势，t 全日震荡向上，现券下行，短端继续好于长端，长端下行近 1bp；

周四，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。当日 1930 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 1910 亿元。今日偏震荡，现券完全跟随 t 走势，t 两点后跳水转跌，日终现券长端接近平收；

周五，央行开展了 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。当日 1030 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 1010 亿元；本周央行公开市场共有 11690 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 130 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场净回笼 11560 亿元。今日市场窄幅波动，长端小幅上行 0.1bp；

本周活跃券 10 年国债活跃券 230012 由 2.6375% 累计上行 0.25bp 至 2.6400%，10 年国开活跃券 230205

由 2.8300% 累计下行 0.7bp 至 2.8230%。

图 2：10 年期国债收益率 (%)



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2) 利率债展望：跨季后资金面极为宽松，本周基本面数据空窗，主要受特别国债小作文及降准小作文影响，市场前半周波动较大，本周末端小幅震荡。上周末央行例会表态较为乐观，目前市场继续围绕政策小作文交易，经济弱复苏，长端利率经过前期下探 V 回后，底部特征明显，此位置继续易上难下

央行二季度例会：二季度相比一季度有一定力度的加大，增加与删除的表述如下：

总基调：推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善

经济形势：加大逆周期调节力度，综合运用政策工具，切实服务实体经济，有效防控金融风险。外汇市场供求基本平衡，经常账户延续稳定顺差，外汇储备充足

国际经济：国际经济贸易投资放缓；

国内经济：内生动力还不强，需求驱动仍不足。

货币政策：要克服困难、乘势而上，加大宏观政策调控力度。改善消费环境，促进经济良性循环

地产：删除“有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”。添加“促进房地产市场平稳健康发展”，“推动建立房地产业发展新模式”。

特别国债小作文本周继续加大市场波动，发行特别国债可能性较低，主要两方面：1) 本周四总理主持召开的济形势专家座谈会，总理表示“必须坚持稳中求进工作总基调”“及时出台、抓紧实施一批针对性、组合性、协同性强的政策措施”，肯定了经济向好发展的同时，对于稳定提出要求；2) 特别国债历史仅发行过 3 次，分别是 1998 年（亚洲金融危机），2007 年（次贷危机），2020 年（新冠疫情），发行背景相似，全球宏观环境恶化，全球经济遭到巨大冲击。特别国债虽不纳入赤字，纳入政府性基金预算，但给财政带来较大负担，使得实际赤字率大幅提高，目前全球与我国整体经济宏观环境与之前还有差别，发行可能较小。

目前看货币政策力度较大，转向可能性较小；但同时宽信用力度可能加大。目前市场关注7月会议，目前利率债在2.6-2.7%区间震荡，小作文加大波动，但本周也是上行后下行收回，但此位置交易空间狭小，易上难下。

2.3 存单信用债分析：存单融资额转正、信用债融资额减少；二级市场信用债收益率整体下行

1) 一级市场发行：存单融资额转正、信用债融资额减少

同业存单方面，本周同业存单净融资规模为1,844.50亿元，发行总额达3,596.10亿元，平均发行利率为2.2306%，到期量为1,751.60亿元。跨半年结束，同业存档融资额环比回升。

1M期存单平均发行利率较上周回落17.25bp报1.9820%，3M期存单平均发行利率较上周上行6.41bp报2.1141%，6M期存单平均发行利率较上周下行16.46bp报2.2245%，9M存单平均发行利率较上周下行17bp报2.3109%。

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1,686.16亿元，环比减少1,116.62亿元，偿还量约1,928.39亿元，净融资额约-242.23亿元，环比减少214.14亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率整体下行

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率整体下行，1年期各评级信用债收益率下行5.81bp，3年期各评级信用债收益率下行4.05~8.05bp，5年期各评级信用债收益率下行1.97BP~3.52bp。

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	2.4115	5.80%	-5.81
信用债(AAA):3年	2.7009	4.00%	-8.05
信用债(AAA):5年	3.0396	3.20%	-2.51
信用债(AA+):1年	2.5093	5.50%	-5.81
信用债(AA+):3年	2.9993	5.50%	-4.05
信用债(AA+):5年	3.3428	5.20%	-3.52
信用债(AA):1年	2.5893	5.40%	-5.81
信用债(AA):3年	3.3593	9.50%	-6.05
信用债(AA):5年	3.7428	6.00%	-1.97

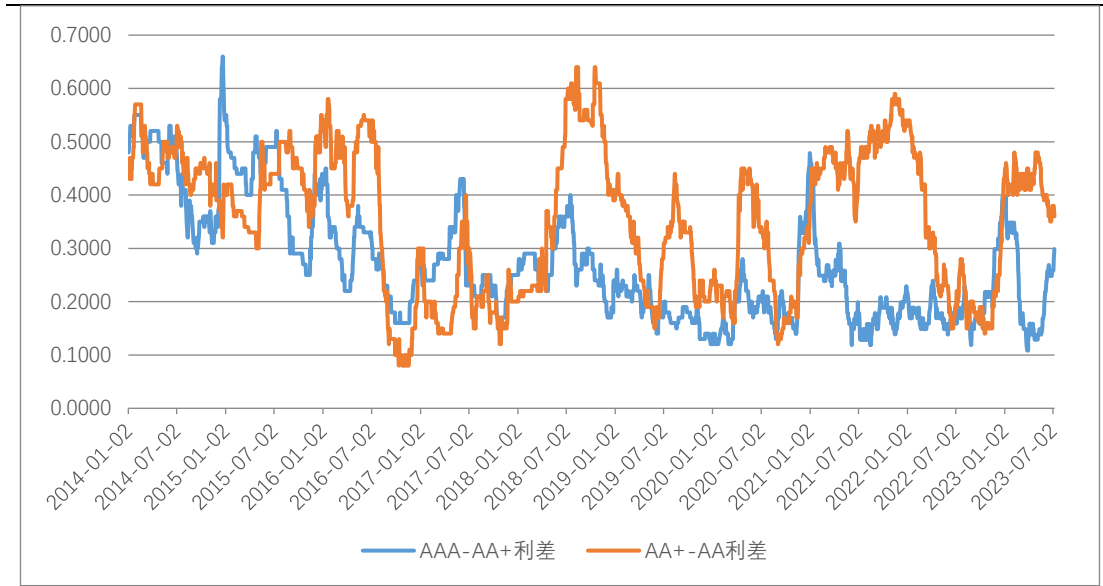
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

期限利差方面，AAA级、AA+级、AA级3Y-1Y利差分别缩小2.24bp、扩大1.76bp、缩小1.50bp，5Y-

3Y 利差分别扩大 5.54bp、扩大 0.53bp、扩大 4.08bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 30bp，较上周扩大 4bp，AA 与 AA+之间的利差为 36bp，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，中航证券资管业务部

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：三季度稳增长政策持续发力，国内经济企稳向好，市场关注焦点或向有望逆境反转且拥挤度较低的方向扩散

1) 权益市场走势复盘：指数震荡微跌，成交有所回落

上证指数最终报收 3196.91 点，同期深证成指下跌 1.25%，创业板指下跌 2.07%，市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交额为 8899.39 亿元，较上周减少了 97.75 亿元。上证指数成交额 17,941.20 亿，深证成指成交额 26,465.39 亿。

北上资金本周合计流出 91.60 亿元，上证 50 下跌 0.10%，沪深 300 下跌 0.44%，中证 500 下跌 0.62%，创业板 50 下跌 2.02%，国证 2000 下跌 1.02%。

7 月 3 日-7 月 7 日共 5 个交易日中，30 个中信一级行业中有 16 个上涨，14 个下跌，其中综合金融、煤炭、汽车领涨 3.78%、3.41%、3.00%；传媒、计算机、电力设备及新能源领跌 4.73%、2.90%、2.41%。当前市场正在逐步步入重要数据和宏观政策的窗口期，前期经济政策不断向好加大投资者的预期，在端午假期前形成小幅度反弹，未来一周将发布 6 月及二季度经济金融数据，可能进一步强化市场对宏观政策支持预期。

2) 权益市场展望：

二季度以来经济修复节奏放缓，PPI 探底，政策扶持组合拳有望加快经济复苏节奏。5 月 PPI 同比录得 -4.6%，连续 5 个月下降，达 2016 年 3 月以来的最低值。中国人民银行货币政策委员会二季度例会重提“加大逆周期调

节力度”，货币政策和信用政策力度或在三季度加强。随低于预期的美国 6 月非农就业数据落地，美元指数下行。在我国“坚决防范汇率大起大落风险”的汇率管理目标下汇率有望保持在合理区间。地产方面例会在支持“刚性住房需求”的基础上增加了“改善性住房需求”，叠加此前 6 月 20 日 LPR 调降 10 基点，放松住房信贷提升相对购买力，地产需求侧在政策呵护下有望改善。消费方面，例会将“着力支持扩大内需”改为“切实支持扩大内需”，并增加“改善消费环境”。个人信贷的放松将与二季度末出台的一系列实质促消费政策协同发力，有望拉动三四季度内需扩大，提高消费热情，进一步为经济复苏提供有力支撑。大消费板块市场预期较端午假期时有所回升，截至 7 月 7 日，相较于端午假期后第一个交易日，大消费板块估值普涨，往后看随着经济复苏节奏加快，估值有望继续提升。

我们将 2018 年以来在一段时间内跌幅超过 10%，后涨超 10% 的五个底部与 6 月 26 日股市最近一次拐点相比较看出，近期市场下跌只是短期波动。从股债比价角度观察，6 月 26 日全部 A 股 ERP 为 -0.30%，高于近 20 个交易日滚动均值+近五年正一倍标准差 -0.70%，显示权益市场配置性价比或已现；估值指标上，破净个股占比为 8.32%，低于历史底部破净个股占比的均值 13.05%；交易热度方面，6 月 26 日相对于前 20 个交易日换手率最大回撤仅为 3.53%，远低于五次历史底部换手率最大回撤均值 26.86%，反映市场交投热情较高。表现较弱的是基金发行端，近期股市的震荡调整导致基金发行端遇冷，新成立偏股型基金份额 20 个交易日均值为 17.68 亿，低于五次底部均值 30.75 亿，但往后看随市场信心企稳偏股型基金的发行量有望迎来反弹。

下半年在政策呵护下经济有望加速修复，主题投资虹吸效应或减弱，市场交易拥挤情况有望更加均衡。2022 年 12 月至今，美联储加息预期反复叠加国内经济修复节奏较缓，导致投资者风险偏好降低。估值较低且有望持续受政策倾斜的中特估板块及受益于 AI 产业浪潮的 TMT 领域成为较热主题。基金发行端较冷，存量博弈背景下 A 股(剔除 TMT、中特估)后日成交额低于 5000 万的个股数出现攀升。A 股(剔除 TMT、中特估)个股日均成交额自 2022 年初开始下滑，在 2023 上半年(截至 6 月 30 日，下同)降至 1.43 亿，同比下降 28.84%。而其中成交较低迷个股数量却出现增长，上半年日成交额低于 5000 万个股数平均为 1933 支，占比 A 股(剔除 TMT、中特估) 44.66%，同比增长 8.6%。上半年 TMT 板块出现两轮行情，主动权益类基金收益率在第二轮行情中相较第一轮有所上升，反映出公募基金或已向 TMT 板块进行调仓，阶段性调仓后短期内主题投资表现或较稳定。近期 A 股(剔除 TMT、中特估)成交额占市场整体比例已出现回升，7 月 6 日占比达 64.88%，较 6 月 20 日低点上行 8.67%。往后看，我们认为三季度稳增长政策持续发力，国内经济企稳向好，市场关注焦点或向有望逆境反转且拥挤度较低的方向扩散。

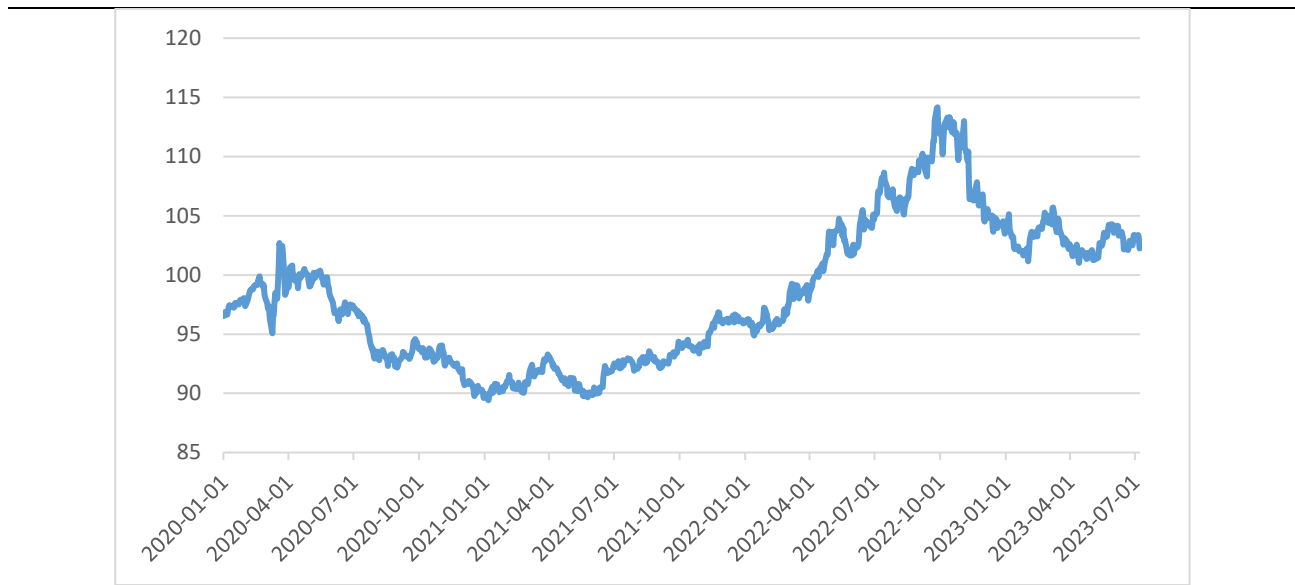
3.2 美元指数分析：美国 6 月份非农就业数据不及预期，美元指数本周回落

本周美元指数报 102.2254，较上周下跌 1.1534。本周三美联储 6 月份 FOMC 会议纪要公布，纪要显示几乎所有官员认为今年利率将进一步上调，部分官员认为劳动市场仍然紧张，经济韧性超预期，通胀回归目标仍存在较大阻力。受纪要公布预期影响，本周前半周美元指数维持上行。本周公布的美国 ADP 就业数据远超市场预期，但随后公布的非农就业数据表现却不及市场预期，历史上 ADP 就业数据与非农就业数据相关性较强，但短

期背离的情况时有发生，收非农就业数据影响，本周五美元指数明显回落。

6月份美联储虽然暂定加息，但会后发言鸽中带鹰，未来会议仍存加息可能，但另一方面，美联储在加息周期往往更加注重预期管理，实际操作上可能相较公开发言更偏鸽派。结合近期点阵图来看，本次美国加息周期可能已经接近高点，未来持续加息的空间明显减小。但同时虽然美国部分宏观数据指向下行，但通胀仍远高于2%的情况下，预计美联储仍将维持利率在高位一段时间。长期来看，虽然近期美国经济整体仍存有韧性，但衰退势头也逐步明显，银行业风险持续累积，预计未来随美国经济下行压力逐步增大，美联储存在比预计路径更早结束紧缩的可能。

图 4：美元指数走势



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

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爆发 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。

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, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

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

曾佳辉，13764019163, zengjih@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