



中航证券研究所

分析师：符昉

证券执业证书号：S0640514070001

分析师：刘庆东

证券执业证书号：S0640520030001

邮箱：liuqd@avicsec.com

美联储加息预期再抬升，国内经济复苏动能弱修复

2022年6月11日

(1) 美国通胀再创新高，市场对美联储加速加息的担忧持续上升

当地时间6月10日，美国劳工部公布数据显示，美国5月季调后CPI环比增长1%，预期0.7%，前值0.3%；CPI同比增长8.6%，创1981年12月以来新高，预期8.3%，前值8.3%。其中，能源价格上涨34.6%，是自2005年9月以来的最高水平，食品成本飙升了10.1%，自1981年3月以来首次增长10%以上。在5月较为“强劲”的就业数据之后（5月美国失业率、新增非农就业人数分别为近10年的8%分位和83%分位），本周公布的创新高的通胀数据为美联储的“鹰派”立场再次提供了坚实支撑。目前，市场对美联储加速加息的担忧继续抬升：从CME公布的加息预期看，6月3日市场对6月加息50个BP和75个BP的概率分别为98.2%和1.8%，6月10日对6月加息50个BP和75个BP的概率分别为76.8%和23.2%，虽然概率有所下降，但6月加息50个BP仍然是主流市场预期。对于7月加息点数，市场预期抬升明显，对7月在6月加息50个BP后，继续加息75个BP的概率从6月3日的11.3%上升到6月10日的45.1%。对于全年联邦基金目标利率，市场主流预期从6月3日的2.75%-3.0%上升为6月10日的3.0%之上。

(2) 国内货币市场流动性充裕，中美利差倒挂程度加深

本周（6月6日至6月10日），央行公开市场操作继续保持稳健，全周公开市场操作净投放为0。货币市场利率方面，截止6月10日，DR007和SHIBOR1W分别为1.57%和1.68%，较6月2日分别下行5个BP和上行0.1个BP左右，货币市场利率依然明显低于逆回购招标利率的2.1%，市场流动性较为充裕。

本周，人民币兑美元和欧元均升值：6月10日与6月2日相比，人民币兑美元和欧元分别升值0.15%和0.47%。本周，我国10年期国债收益率保持平稳，本周末较上周末下行不到1个BP，但美国十年期国债收益率上行19个BP，主要系美国强劲的就业数据和续创新高的通胀之下，美联储加速加息预期快速抬升。6月10日通胀数据公布后，美国10年期国债收益率一天之内即上行了11个BP。美国10年期国债收益率急速上行之下，截止本周五，中美长端收益率倒挂幅度较上周末进一步加深，外部流动性持续对国内宽松形成制约。

(3) 5月进出口：物流恢复叠加复工复产，5月进出口反弹明显，但高出口增速与贸易顺差或难持续

5月我国进出口较4月回升明显，以美元计出口同比+16.9%，进口同比+4.1%，分别较上月+13.0PCTS和4.1PCTS，一方面是因为海外需求仍然具有较强韧性（5月欧、日、美等地区PMI仍处相对高位），另一方面也得益于国内疫情好转和保物流、促生产政策的持续推进。

5月进出口，尤其是出口的反弹，一方面是由于国外需求的韧性，但更主要是缘于5月物流改善、港口生产恢复、工业复工复产之后，4月积压的货物出现了集中“释放”，短期内推高了5月进出口增速。全年看，去年我国主要出口目的地中，美国已经开始收缩流动性、欧盟也将在下半年开启流动性回收，对我国出口整体

股市有风险入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

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：010-59562524
传真：010-59562637

需求将趋于减弱，同时，全球发展中国家普遍性的复工复产，对我国出口也将形成挤压，需求减弱和海外供应链替代作用下，再叠加去年出口的高基数，预计今年我国出口将难以达到过去两年的高增速，下半年出口或持续平缓走弱。进口方面，国内疫情淡化叠加政策持续加码有望带动内需回升，进口增速也将相应呈现回升的态势，贸易顺差也将从目前的高位逐步回落。在这种情况下，经常项目顺差对汇率的支撑将趋于减弱，随着中美货币政策周期差持续拉大，人民币汇率仍有进一步贬值的风险。

(4) 5月通胀：CPI 同比与上月相同，PPI 同比继续下行，国内通胀依然不是主要矛盾

2022年5月，CPI 同比+2.1%，与上月相同，环比-0.2%，核心CPI 同比+0.9%，环比0；PPI 同比+6.4%，较上月-1.6PCTS，环比+0.1%，PPIRM 同比+9.1%，环比+0.5%。

2022年5月CPI 呈现环比略强于季节性、同比走势平稳的态势，前者主要系部分食品（猪肉、食用油、蛋、奶）价格超季节性上行所致，后者主要缘于：1、食品项中猪肉价格对CPI 同比拖累作用的减弱和蔬菜等对CPI 上行带动作用减弱形成了对冲。2、非食品项各项同比相比上月有升有降，总体上同比和上月相同。往后看：1，猪价对CPI 同比的拖累或很快会结束。2，6月物流继续改善，蔬菜鲜果等食品同比涨幅有望继续下降。3，地缘冲突目前仍在持续，欧盟新一轮制裁已经涵盖俄罗斯原油，短期内能源价格预计继续高位震荡，仍将持续推高CPI 同比。

总体上，随着猪肉价格对CPI 拖累作用的快速消退（猪价可能最快在6月即实现同比为正）、能源价格短期内的持续高位震荡，叠加6月、7月和8月CPI 翘尾因素总体上较1-5月的走高，6月开始CPI 同比或开启持续上行通道。但另一方面，考虑到经济总体的下行压力下，需求端对CPI 的拉动作用有限，而核心CPI 的走势也相对平稳，CPI 同比突破3%的概率预计仍然不大。预计6月CPI 同比或上行至+2.5%以上。下一阶段，对国内货币政策来说，主要矛盾依然是稳增长而不是控通胀。

5月从行业角度，多数行业出厂价格同比上行，调查的40个工业行业大类中，价格上涨的有37个。但上游行业价格涨幅出现趋缓，下游制造业成本压力持续上行的趋势的到一定遏制。分上中下游来看，同比方面，2022年5月PPI 采掘工业同比+29.7%，较上月-8.6PCTS，PPI 原材料工业同比+15.1%，较上月-2.3PCTS，PPI 加工工业同比+3.2%，较上月-1.6PCTS。环比来看，2022年5月PPI 采掘工业、原材料工业和加工工业分别为-0.1%（较上月-2.1PCTS）、+0.1%（较上月-1.3PCTS）和+0.1%（较上月-0.3PCTS）。目前来看，地缘冲突仍在持续，欧盟继煤炭之后，已将俄罗斯原油纳入制裁范围，国际大宗商品价格短期内预计仍将高位震荡。展望后市，我们认为基于翘尾因素，PPI 同比仍将继续下行，考虑到6月翘尾因素较5月降幅相比前5个月每月的降幅有所收窄，预计6月PPI 同比可能在5月基础上略微降至+6.0%左右。

(5) 5月金融数据：信用扩张总量强、结构弱，6月或迎来结构改善

2022年5月社融增量27900亿元，市场预期为23708亿元。2022年5月社融同比多增8378亿元，与上月的同比少增相比重回上升通道。结构上，5月社融回升主要系新增人民币贷款和政府债券分别同比多增近4000亿元，其余项贡献较小。合并前5月数据看，2022年前5月新增社融157627亿元，为2017年以来历年前5月的次高（仅低于2020年同期的174003亿元），表明今年前5月宽信用力度较大。

5月新增人民币贷款18900亿元，同比多增3900亿元，与4月的同比少增8246亿元相比总量改善明显。结构上，5月社融同比多增主要系企业端的短期贷款和票据融资支撑，企业端中长期贷款和居民端中长期贷款均同比少增，是5月新增人民币贷款的主要拖累项。总体来看，5月新增人民币贷款总量虽然回升，但结构并不好，居民房贷、经营贷扩张乏力，同比少增，企业中长期贷款增速仍然在放缓，同比少增近1000亿元，显示经济内在中长期融资需求仍然不足，居民购房、经营以及企业进行长期融资的意愿仍然有待恢复。

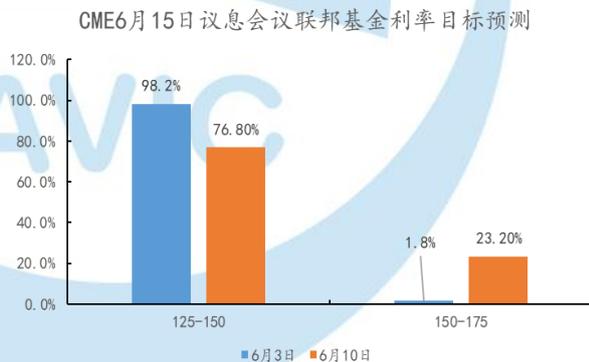
5月信用在总量上扩张效果明显，体现了近期一系列总量层面上宽货币和宽信用政策的效果。但信用扩张偏向中短期，长期信用扩张效果仍然不佳，核心原因在于疫情影响、房地产不景气、原材料成本高位运行等多种因素作用下，居民和作为市场主体的企业对未来的预期仍然较弱。在6月疫情不出现突然恶化的假设下，预计6月经济动能将较5月明显恢复，信用扩张在总量保持强度的同时，在结构上也将迎来改善。

(6) 后续判断：经济动能正在恢复，但隐忧较多，国内政策核心诉求仍然是稳增长

5月通胀走势较平稳，CPI与同比与上月相同，PPI继续下行。5月进出口明显反弹，但在全球发达国家流动性收缩和发展中国家复工复产的大环境下，持续性存疑。从5月社融数据看，宽信用在总量层面推进效果明显，但结构上仍然存在偏向短期信用扩张的特点，显示居民和企业内在长期融资需求不足。

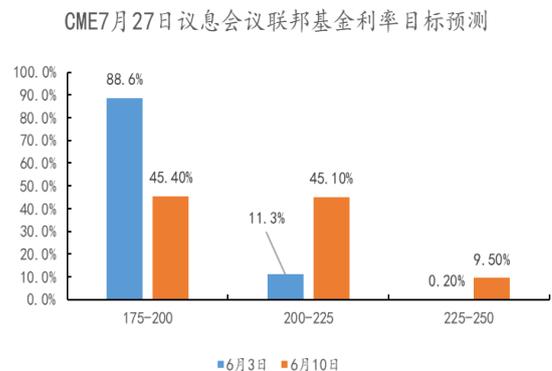
总体上看，目前经济动能正在自4月低点恢复，但存在着居民和企业预期较弱、出口高增速持续性存疑、房地产行业仍然在筑底、制造业企业成本高企等隐忧。在这种情况下，目前国内货币和财政政策的诉求仍然是稳增长。5月经济开始从4月低点开始恢复，但由于5月仍然受到疫情影响，预计工业增加值、投资、消费等主要经济指标仍处较低水平。进入6月后，如果疫情不再反复，各地复工复产有序推进，则伴随着政策的进一步发力，政策效果显现将带动经济进一步企稳回升，6月将是政策效果和经济复苏动能的重要检验阶段。

图表1：市场仍然预测美联储6月大概率加息50BP



资料来源：CME，中航证券研究所

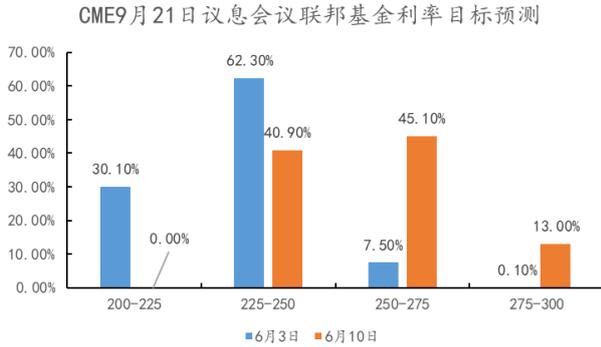
图表2：市场对美联储7月加息75BP的预期升温



资料来源：CME，中航证券研究所

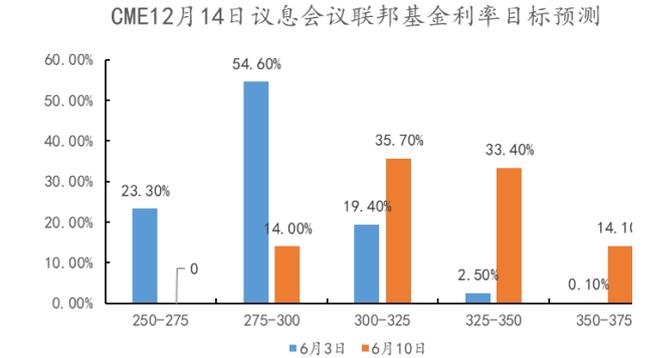


图表 3: 市场预测美联储 9 月目标利率



资料来源: CME, 中航证券研究所

图表 4: 市场预测美联储 12 月目标利率



资料来源: CME, 中航证券研究所

图表 5: 美债收益率走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 6: 美元走势



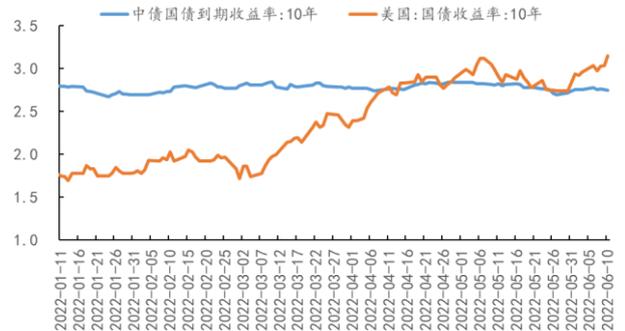
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 7: 人民币汇率走势



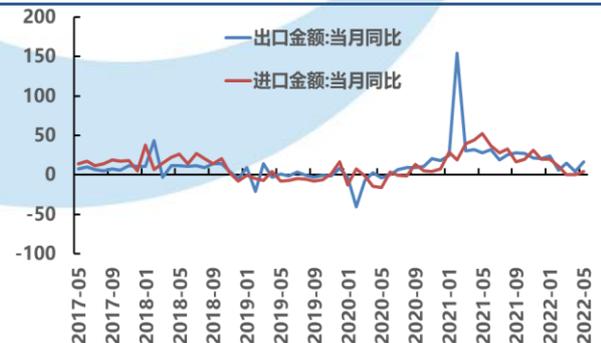
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 8: 中美利差倒挂程度加深 (%)



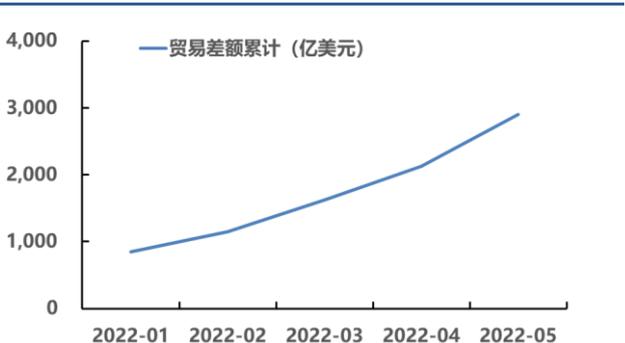
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 9: 进出口增速走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 10: 贸易差额走势



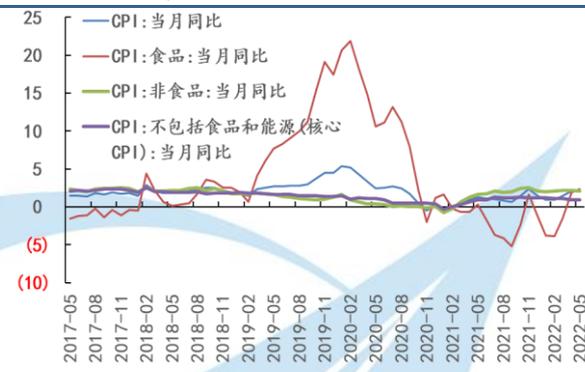
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 11: 近五年对主要出口目的地出口对历年出口增速的拉动

国别	2021年	国别	2020年	国别	2019年	国别	2018年	国别	2017年
欧盟	4.91%	美国	1.33%	东盟	1.62%	美国	2.15%	美国	2.13%
美国	4.80%	东盟	0.97%	欧盟	0.81%	东盟	1.77%	欧盟	1.57%
东盟	3.86%	英国	0.41%	非洲	0.33%	欧盟	1.62%	东盟	1.10%
拉丁美洲	3.02%	澳大利亚	0.21%	中国台湾	0.26%	中国香港	1.00%	拉丁美洲	0.81%
中国香港	3.01%	加拿大	0.21%	英国	0.24%	拉丁美洲	0.79%	印度	0.46%
韩国	1.40%	中国台湾	0.20%	拉丁美洲	0.13%	非洲	0.45%	韩国	0.43%
非洲	1.32%	韩国	0.06%	韩国	0.09%	日本	0.43%	日本	0.38%
印度	1.19%	非洲	0.04%	俄罗斯	0.07%	印度	0.38%	俄罗斯	0.27%
日本	0.90%	俄罗斯	0.03%	加拿大	0.07%	韩国	0.27%	澳大利亚	0.20%
中国台湾	0.70%	新西兰	0.01%	澳大利亚	0.03%	澳大利亚	0.26%	加拿大	0.19%
俄罗斯	0.66%	日本	-0.02%	新西兰	0.00%	俄罗斯	0.22%	中国台湾	0.17%
英国	0.56%	拉丁美洲	-0.05%	印度	-0.08%	中国台湾	0.21%	非洲	0.12%
澳大利亚	0.50%	中国香港	-0.25%	日本	-0.15%	加拿大	0.17%	英国	0.05%
加拿大	0.36%	印度	-0.32%	中国香港	-0.93%	新西兰	0.03%	新西兰	0.02%
新西兰	0.10%	欧盟	-1.51%	美国	-2.40%	英国	-0.01%	中国香港	-0.40%

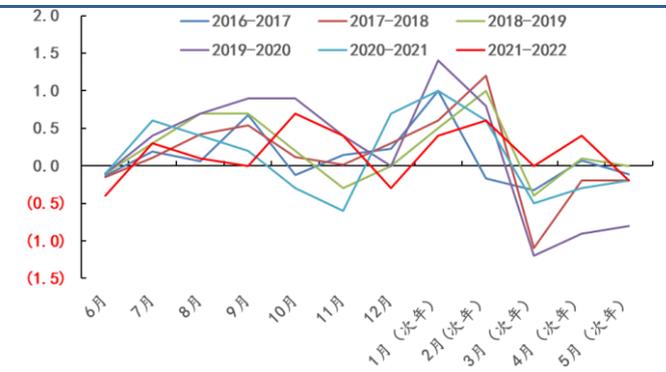
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2020年后欧盟不含英国)

图表 12: CPI 同比走势 (%)



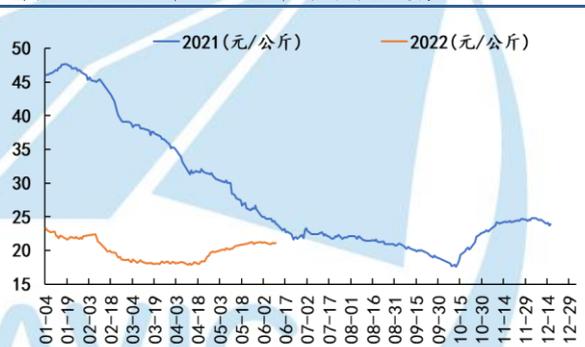
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 13: CPI 环比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 14: 2021 年和 2022 年猪肉价格走势



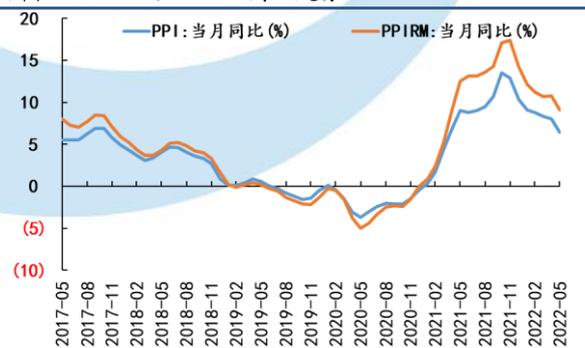
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 15: 能繁母猪存栏变化率(环比增减)走势 (%)



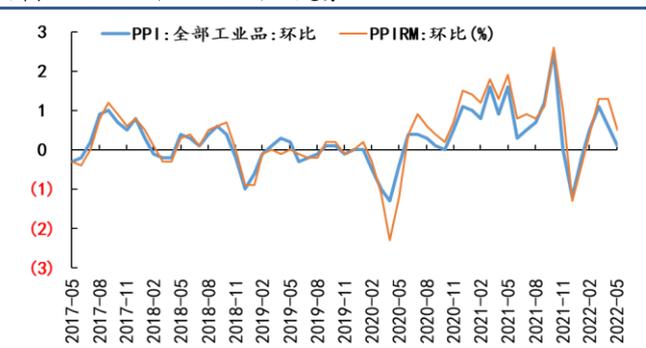
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 16: PPI 和 PPIRM 同比走势



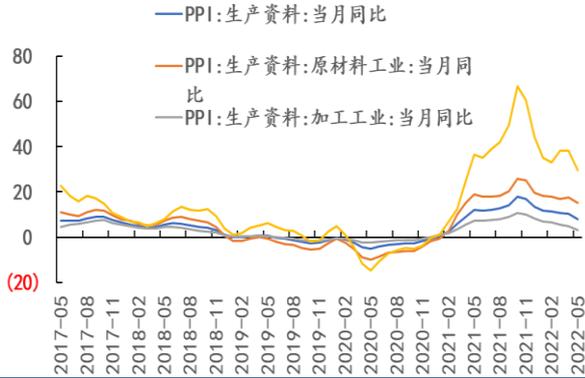
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 17: PPI 和 PPIRM 环比走势



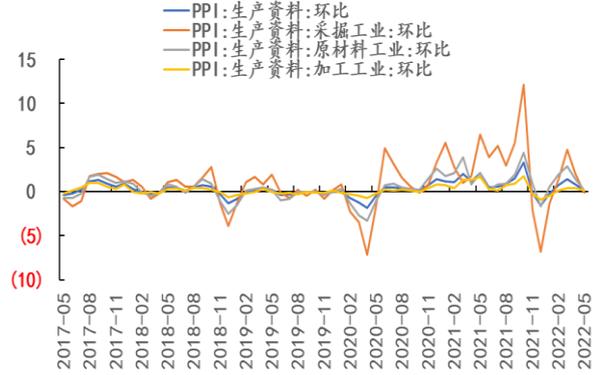
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 18: 上中下游 PPI 同比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 19: 上中下游 PPI 环比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 20: 2022 年 5 月社融分项情况及季节性对比 (亿元)

	项目	2022年5月同比	2022年5月环比	2021年5月环比	2020年5月环比	2019年5月环比	2022年5月	2021年5月	2020年5月	2019年5月
总	当月新增社会融资规模	8,378.0	18798.0	952.0	839.0	414.2	27,900.0	19,522.0	31,866.0	17,123.7
表内	新增人民币贷款	3,906.0	14584.0	1,454.0	-737.0	3,122.6	18,200.0	4,294.0	15,502.0	11,855.5
	新增外币贷款	-247.0	520.0	279.0	-453.0	521.2	-240.0	7.0	457.0	190.7
表外	新增委托贷款	276.0	-130.0	-195.0	306.0	565.7	-132.0	-408.0	-273.0	-631.1
	新增信托贷款	676.0	-4.0	33.0	-360.0	-180.8	-619.0	1,295.0	-337.0	-51.9
	新增未贴现银行承兑汇票	-142.0	1489.0	1,226.0	259.0	-411.4	-1,068.0	-926.0	836.0	-768.4
直接	企业债券融资	969.0	-3587.0	-4,701.0	-6,358.0	-2,916.0	-108.0	1,077.0	2,879.0	1,032.9
	非金融企业境内股票融资	-425.0	-874.0	-97.0	38.0	-2.5	292.0	717.0	353.0	259.2
其他	政府债券	3,899.0	6688.0	2,962.0	8,005.0	-576.0	10,600.0	6,701.0	11,362.0	3,856.7

资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 21: 2022 年 5 月信贷分项情况及季节性对比 (亿元)

	项目	2022年5月同比	2022年5月环比	2021年5月环比	2020年5月环比	2022年5月	2021年5月	2020年5月	2019年5月
总	新增人民币贷款	3,900.0	12,446.0	300.0	2,200.0	18,900.0	15,000.0	14,800.0	11,800.0
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	8,911.0	10,266.9	1,771.0	950.0	11,611.0	2,700.0	5,178.0	4,289.0
	新增人民币贷款:中长期	4,356.0	4,259.7	-569.0	31.0	6,598.0	10,954.0	9,967.0	7,201.0
居民	新增人民币贷款:居民户	3,344.0	5,058.0	949.0	374.0	2,888.0	6,232.0	7,043.0	6,625.0
	新增人民币贷款:居民户:短期	34.0	3,695.9	1,441.0	101.0	1,840.0	1,806.0	2,381.0	1,948.0
企业	新增人民币贷款:居民户:中长期	3,379.0	1,360.7	-492.0	273.0	1,047.0	4,426.0	4,662.0	4,677.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位	7,243.0	9,516.0	505.0	1,104.0	15,300.0	8,057.0	8,459.0	5,224.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	3,286.0	4,590.0	1,503.0	1,273.0	2,642.0	-644.0	1,211.0	1,209.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	-977.0	2,899.0	-77.0	-242.0	5,551.0	6,528.0	5,305.0	2,524.0
	新增人民币贷款:票据融资	5,591.0	1,981.0	-1,173.0	2,324.0	7,129.0	1,538.0	1,586.0	1,132.0

资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 22: 18 大城市地铁客流量较去年同期变化

	下滑幅度较上期加深城市数	合计	北京	上海	广州	成都	南京	武汉	西安	苏州	郑州	重庆	深圳	长沙	昆明	南宁	东莞	石家庄	厦门	合肥
6月1日-6月8日	1	-21.7%	-69.1%	-65.0%	84.0%	-5.7%	-13.6%	-3.5%	-10.5%	-16.7%	-43.7%	-2.5%	-0.2%	-9.8%	0.4%	21.8%	19.2%	-12.4%	26.9%	9.7%
5月下旬	10	-38.5%	-87.0%	-99.8%	1.5%	-9.7%	-23.7%	-7.2%	-18.6%	-25.8%	-49.0%	-11.7%	-5.0%	-15.3%	-25.0%	-0.4%	-19.8%	-18.4%	30.2%	6.0%
5月中旬	2	-41.0%	-77.2%	-	-22.9%	-6.5%	-20.7%	-3.9%	-14.9%	-31.1%	-63.7%	-15.3%	-14.3%	-13.0%	-15.1%	1.0%	-26.2%	-14.6%	24.7%	9.8%
5月上旬	14	-45.3%	-67.4%	-100.0%	-33.8%	-12.8%	-38.2%	-27.0%	-27.9%	-64.0%	-88.0%	-14.9%	-17.4%	-34.7%	-27.6%	-10.2%	-40.0%	-31.2%	-16.4%	-32.4%
4月下旬	6	-38.6%	-33.8%	-100.0%	-29.8%	-12.3%	-39.1%	-31.4%	-26.0%	-71.9%	-43.9%	-7.7%	-13.9%	25.3%	-19.2%	-5.5%	-26.4%	-23.5%	25.5%	-48.8%
4月中旬	5	-41.4%	-13.3%	-100.0%	-50.8%	-18.0%	-42.9%	-34.3%	-47.9%	-69.4%	-41.3%	-8.1%	-17.1%	-30.6%	-25.6%	-28.5%	-39.7%	-18.6%	19.3%	-33.7%
4月上旬	17	-43.4%	-24.0%	-100.0%	-28.7%	-32.9%	-57.4%	-15.4%	-30.3%	-56.4%	-50.9%	-20.5%	-31.1%	-61.9%	-45.6%	-36.1%	-51.3%	-28.3%	-9.5%	-43.3%
3月下旬	9	-35.6%	-14.8%	-84.6%	-21.3%	0.0%	-65.8%	-10.0%	-29.8%	-46.9%	-38.2%	-17.3%	-41.2%	-60.1%	-37.3%	-20.7%	-50.4%	-9.5%	-5.5%	-20.4%
3月中旬	17	-39.6%	-19.2%	-68.1%	-31.7%	-5.3%	-45.2%	-19.9%	-57.3%	-42.2%	-25.3%	-20.7%	-87.5%	-16.4%	-52.8%	-13.1%	-79.1%	-5.0%	0.8%	-4.0%
3月上旬		-8.1%	3.9%	-5.0%	-4.9%	-10.1%	3.6%	-30.9%	-16.4%	-25.0%	-11.3%	5.4%	-41.3%	9.9%	-9.1%	6.6%	-27.5%	18.0%	46.7%	28.7%
5月	5	-41.5%	-77.9%	-99.9%	-19.2%	-9.6%	-27.6%	-12.9%	-20.6%	-40.7%	-66.5%	-13.9%	-12.1%	-21.8%	-22.8%	-3.5%	-29.4%	-21.5%	10.2%	-7.1%
4月	16	-41.1%	-24.0%	-100.0%	-36.4%	-21.1%	-46.7%	-26.9%	-34.7%	-65.7%	-45.5%	-12.1%	-20.5%	-29.1%	-30.4%	-23.6%	-39.7%	-23.4%	12.0%	-42.0%
3月		-28.2%	-10.3%	-54.0%	-19.6%	-4.9%	-38.1%	-19.6%	-34.6%	-38.7%	-25.6%	-11.1%	-56.4%	-24.7%	-33.1%	-9.4%	-53.4%	0.2%	12.9%	0.3%

资料来源: wind, 中航证券研究所



图表 23：今年和去年同期商品房成交、土地供应、土地成交及土地成交溢价率对比

	30大中城市商品房成交面积（万平方米）		100大中城市供应土地面积（万平方米）		100大中城市成交土地面积（万平方米）		100大中城市成交土地溢价率	
	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021
6月第一周	221.5	463.3	2,926.66	2,696.55	1114.4	2765.0	3.13	7.93
5月第四周	232.2	412.3	3,434.15	2,944.72	1483.4	2319.8	3.67	14.80
5月第三周	221.8	425.3	2,059.66	2,586.18	1456.7	2332.5	3.24	19.71
5月第二周	217.5	457.1	1,914.89	1,870.36	1383.7	2066.6	2.69	14.53
5月第一周	129.2	307.2	1,067.88	1,434.01	1019.4	1430.5	1.16	20.07
4月第四周	221.6	458.8	2,893.93	4,231.06	1908.1	3406.3	6.54	21.17
4月第三周	214.7	419.7	1,776.91	2,465.30	1832.8	1805.9	4.11	27.78
4月第二周	181.5	410.1	1,785.97	2,169.17	1467.2	1465.8	2.73	28.62
4月第一周	152.0	367.6	966.02	3,242.17	808.2	1470.3	2.23	29.55
3月第五周	255.6	427.1	2,483.47	3,274.60	2005.3	1814.2	3.04	23.06
3月第四周	233.0	415.4	2,561.30	1,905.61	1305.5	1447.9	5.04	18.34
3月第三周	184.4	425.0	1,391.23	1,787.39	992.8	1433.4	4.32	16.40
3月第二周	203.3	377.9	2,414.81	1,905.13	1211.5	2676.8	5.12	20.11
3月第一周	238.0	412.8	1,903.04	1,974.48	1737.6	2742.7	4.82	14.02
5月合计	800.7	1601.9	8476.6	8835.3	5343.3	8149.4	---	---
4月合计	769.8	1656.2	7422.8	12107.7	6016.3	8148.3	---	---
3月合计	1114.2	2058.1	10753.9	10847.2	7252.6	10115.0	---	---
6月第一周同比	-52.2%		8.5%		-59.7%		-60.5%	
5月第四周同比	-43.7%		16.6%		-36.1%		-75.2%	
5月第三周同比	-47.9%		-20.4%		-37.5%		-83.6%	
5月第二周同比	-52.4%		2.4%		-33.0%		-81.5%	
今年5月同比	-50.0%		-4.1%		-34.4%		---	
今年4月同比	-53.5%		-38.7%		-26.2%		---	
今年3月同比	-45.9%		-0.9%		-28.3%		---	

资料来源：wind，中航证券研究所（注：黄色代表今年较去年少，绿色代表去年比今年少，商品房成交每周取值为周日到下周六，土地供应、成交及成交溢价率每周取值为周一到周日）

风险提示：疫情变化超预期，经济基本面变化超预期，货币政策变化超预期

AVIC

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 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。

我们设定的行业投资评级如下：

- 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。

分析师简介

符畅（证券执业证书号：S0640514070001），经济学硕士，中航证券首席宏观分析师。

刘庆东（证券执业证书号：S0640520030001），经济学硕士，中航证券宏观分析师。

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，在此申明，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：

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、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。

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。