

政策频出下，房地产复苏进度或加快

2022年10月9日-10月15日周报

◆ 美国通胀再超预期，市场对美联储年内剩余加息点数主流预期从125BP上升到150BP

美国9月通胀数据再次超预期。当地时间周三，美国劳工部公布的美国9月PPI数据显示，美国9月PPI同比升8.5%，预期升8.4%，前值升8.7%；环比升0.4%，预期升0.2%，前值降0.1%。当地时间周四，美国劳工部公布的美国9月CPI数据显示，美国9月CPI同比上涨8.2%，高于预期的8.1%；核心CPI同比上涨6.6%，高于预期的6.5%。

在通胀再超预期的同时，美联储本周也公布了9月议息会议纪要。本次纪要传达的信息基本与9月21日会议当天公布的议息会议声明以及美联储主席鲍威尔在发布会上发表的相关表述一致。一方面，美联储承认激进加息会一定程度上抑制经济，加大美国经济下行的风险，部分与会者也指出，面对全球经济和金融形势的高度不确定性，应该在某个时候适当放慢政策利率上调的步伐，但另一方面，美联储也强调了目前通胀情况的“不可忍受”以及美国相对强劲的就业之下，美国经济对美联储加息的承受力。在会议纪要中，大多数与会者指出，在美联储持续加息的政策下，目前通胀尚未对政策收紧做出明显反应，因此可能需要“一段实际GDP增长低于其趋势速度的时期”，以防止根深蒂固的高通胀带来的更大的经济痛苦。

本周公布的美国再度超预期的通胀数据、上周公布的美国超预期的9月非农和就业数据以及美联储本周公布的会议纪要所传达出的美联储“抗通胀”的决心三者共同作用之下，市场目前对美联储11月议息会议加息75BP已经基本成为共识，同时，对于美联储12月会议的加息点数的主流预期已经从上周末的50BP提高到了75BP。CME数据显示，截止10月14日，市场预期美联储11月会议加息75BP的概率从10月7日的81.1%提高到了97.2%，对美联储12月会议加息75BP的概率从10月7日的23.4%提高了69.8%。短期内美联储鹰派预期的再次强化，对我国货币政策空间和汇率稳定再次构成制约。

◆ 本周大规模逆回购到期，货币市场流动性依然宽裕

本周（10月10日-10月14日），逆回购方面，节后逆回购操作重回低量，央行每日投放7D逆回购20亿元，利率维持2.0%，共投放100亿元。受到假期影响，节后首个工作日有5210亿元的7D逆回购和1830亿元14D逆回购到期，本周累计4470亿14D逆回购和5210亿7D逆回购到期，实现净回笼超9000亿元。货币市场利率方面，截至10月14日，DR007和SHIBOR1W分别为1.48%和1.59%，DR007较9月30日下行61bp，SHIBOR1W较9月30日下行47bp。随着跨季需求的缓解和节后效应的凸显，货币市场利率和政策利率之间的利差拉大，流动性重回宽松，央行通过公开市场操作，重回低量逆回购，确保资金面平稳。

作者

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

邮箱：liuqian@avicsec.com

相关研究报告

年内CPI破3窗口大概率已过，PPI或将转负
—2022-10-14
社融超预期修复，宽信用仍然落后于宽货币
—2022-10-13
金融市场分析周报 —2022-10-11

截至 10 月 14 日，我国 10 年期国债收益率为 2.70%，较节前最后一个交易日（9 月 30 日）下行 6bp；美国 10 年期国债收益率上升至 4.00%，较 9 月 30 日上行 17 bp。较上周五（10 月 7 日）上行 11bp。中美利差持续走阔，短期内人民币汇率承压的态势难以缓解。

◆ 9 月社融超预期修复，宽信用仍然落后于宽货币

2022 年 9 月社融存量增速+10.6%，增速连续两个月下降后出现回升，较 8 月 +0.1PCTS，社融增量 3.53 万亿元，超出市场预期的 2.80 万亿元。9 月新增人民币贷款 2.47 万亿元（市场预期 1.76 万亿元），同比多增 8100 亿元，与 7 月的同比少增 4010 亿元和 8 月的同比多增 300 亿元相比改善明显。9 月企业端新增中长期贷款和短期贷款分别同比多增 6540 亿元和 4741 亿元，新增票据融资由去年 9 月的新增 1353 亿元变为今年 9 月的减少 827 亿元。9 月居民端中长期贷款和短期贷款分别同比少增 1211 亿元和 181 亿元。9 月票据融资对信贷支撑力度继续减弱的情况下，企业端短期和中长期贷款的明显改善，支撑了信贷超市场预期的修复。9 月 M2 增速录得 12.1%，较 8 月略降 0.1PCTS。货币总量继续维持高增速，主要系减税降费政策下，财政存款向企业存款和居民存款的转移。在货币总量维持高增速的同时，我们注意到 9 月 M2 和社融存量增速差仍达到 1.5PCTS，处在 2016 年 9 月以来高位，实体经济信用扩张的速度继续慢于经济系统货币增速，宽货币仍需进一步向宽信用转化。

◆ 9 月通胀数据整体低于市场预期，年内 CPI 破 3 窗口大概率已过，PPI 或将转负

9 月 CPI 同比录得+2.8%，涨幅较上月扩大，但低于市场预期。排除猪肉、鲜菜等扰动因素后，9 月 CPI 并未破 3 的核心原因在于居民消费低迷拖累核心 CPI 涨幅下行。展望四季度，在猪肉、原油价格对 CPI 同比拉动作用预期走弱，同时居民消费恢复进度存在不确定性的情况下，叠加翘尾因素明显走低，四季度 CPI 同比预计将有所回落，年内 CPI 破 3 窗口大概率已过。

9 月 PPI 同比录得+0.9%，涨幅较上月回落且回落程度超市场预期。翘尾因素的走低是 9 月 PPI 同比涨幅继续下行的主因，但全球经济走弱下油价的回落以及国内地产持续筑底、制造业景气度修复较慢之下，钢材、水泥等价格的疲软对 PPI 同比涨幅放缓亦有影响。展望四季度，10 月至年末 PPI 翘尾因素继续快速下行，叠加原油价格预期走弱和钢材价格持续同比下行，PPI 同比预计将继续相对快速下行，预计最快在 10 月 PPI 同比将转负。

9 月的 CPI 和 PPI 数据同比涨幅均低于市场预期，综合反映了目前我国工业端和居民消费端的需求依然偏弱，是我国经济复苏基础仍不牢固在价格领域的体现。四季度，CPI 和 PPI 同比预计将同步走弱，我国目前相对宽松的货币政策面临的潜在制约不在通胀而在汇率。

◆ 居民出行再次受限考验消费复苏进度，稳房地产政策频出下，房地产复苏进度或加快

18 个城市地铁客流量加总值同比 8 月转正后，9 月录得-12.8%，重回萎缩区间，客流量同比为正的城市场个数也从 8 月的 12 个缩减为 9 月的 6 个。10 月上旬，18 个城市地铁客流量加总值同比继续为负，录得-12.2%，客流量同比为正的城市场个数也从 9 月下旬的 7 个缩减为 4 个，结合十一假期期间同比萎缩的国内旅游出游人数和旅游收入，以及同比大跌的电影票房数据，消费的复苏进度或因居民出行的再次受限承受考验。

中指院数据显示，2022年1-9月，百强房企销售额均值为540.8亿元，同比下降45.1%，降幅较上月收窄1.1个百分点。据克而瑞统计，百强房企1-9月销售操盘金额同比降幅仍保持在45.4%的较高水平。我们统计的9月50个大中城市商品房成交面积月日均值同比为-9.1%，较8月的-28.4%降幅收窄，但同比仍然为负。此外，9月100大中城市土地成交面积同比+8.8%，虽然同比为正，但较8月的+11.4%有所降速，9月100大中城市土地成交溢价率+3.5%，依然处在历史低位。总体来看，房地产行业景气度呈现自底部微弱复苏态势。

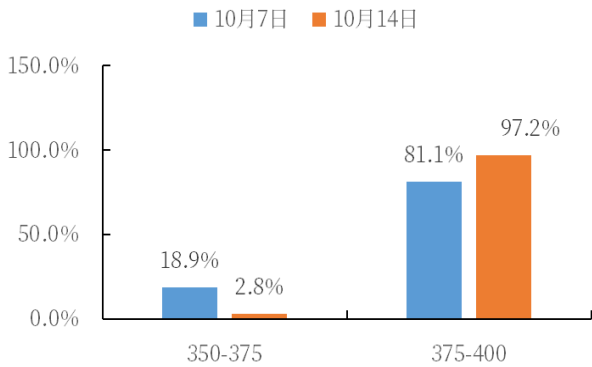
9月29日，人民银行、银保监会发布通知，决定阶段性调整差别化住房信贷政策。符合条件的城市政府，可自主决定在2022年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。9月30日晚，央行发布公告称，决定自2022年10月1日起，下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点，5年以下（含5年）和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%。降低房贷政策推出后，近期已有包括武汉、清远、济宁、石家庄等在内的9个城市陆续将首套房商贷利率下限调整至4.0%以下，目前最低可至3.7%。预计随着更多符合条件的城市跟进，居民的购房意愿有望得到一定修复，房地产行业预期将进一步改善。

◆ 经济弱复苏，但下行压力仍然不小，宽信用政策仍需发力

目前各项经济数据有亮点、亦有不少瑕疵，总体上看我国经济仍然呈现弱复苏态势，但仍然有不小的下行压力：1，9月官方制造业PMI重回荣枯线之上，表明制造业企业景气度的回升。但在官方PMI重回荣枯线之上的同时，9月官方服务业PMI录得荣枯线之下，财新制造业PMI亦位于荣枯线之下，表明制造业复苏缺乏稳定性，同时服务业受居民出行受限影响，仍需进一步修复。2，9月社融超预期修复，特别是企业短期和中长期贷款回升明显，表明实体经济内在融资需求的恢复。但另一方面，9月M2增速与社融存量之间的增速差仍然高达1.5PCTS，延续了今年4月以来的趋势。货币创造的速度仍然高于货币向实体经济的流速，大量货币淤积在金融系统内的问题仍然存在，宽货币向宽信用的进一步转化，仍需政策持续支持。3，目前全球经济的走弱和全球央行加息的趋势相对明确，一方面降低我国出口预期，另一方面对人民币汇率的稳定性带来考验，对我国宽松货币政策的制约持续加强。

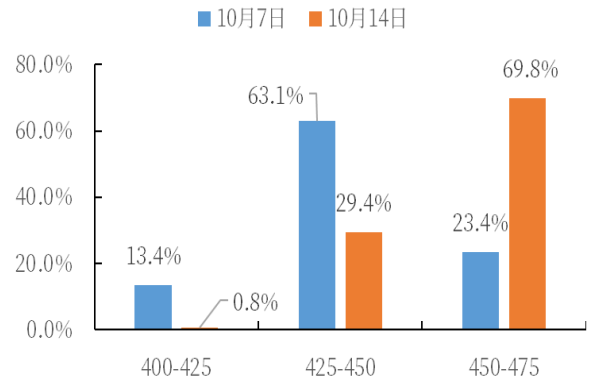
总体来看，在稳增长压力依然较大的情况下，短期内我国货币政策明显收紧的可能性较小，但同时，随着汇率约束的逐步显现，国内进一步宽货币的预期同样不强。考虑到目前我国货币市场的流动性相对宽裕，单纯总量层面的宽货币效果或相对有限。经济的进一步企稳，仍需房地产行业、制造业等领域的宽信用政策进一步发力。

图1 市场对美联储 11 月会议联邦基金目标利率的预期



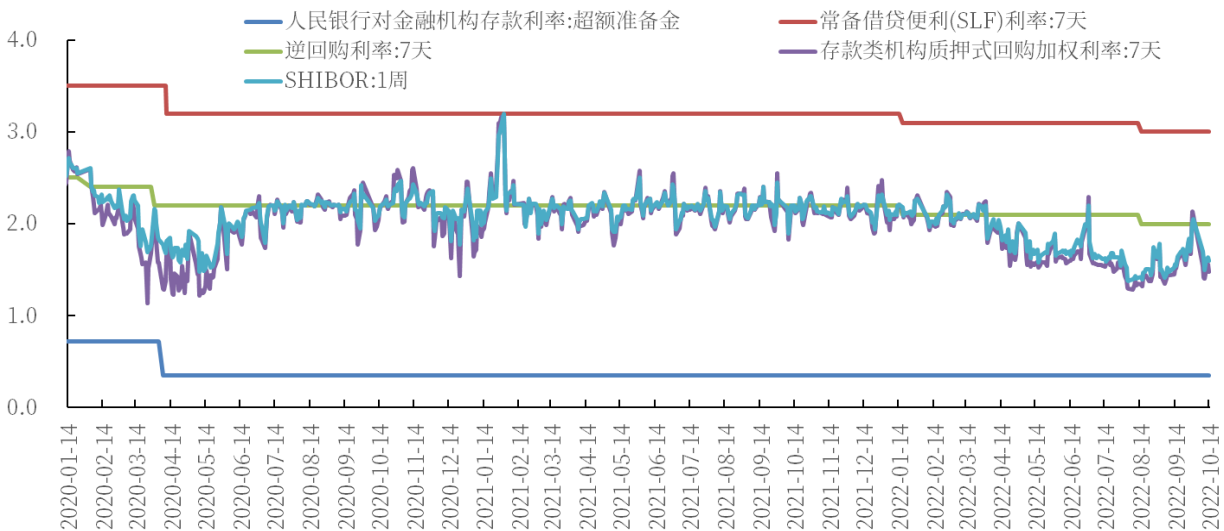
资料来源：CME，中航证券研究所（注：横轴为市场预计的联邦基金目标利率，纵轴为市场预期目标利率调整至该值的概率）

图2 市场对美联储 12 月会议联邦基金目标利率的预期



资料来源：CME，中航证券研究所（注：横轴为市场预计的联邦基金目标利率，纵轴为市场预期目标利率调整至该值的概率）

图3 货币市场流动性保持充裕 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

图4 2022 年年初以来各月新增社融分项同比变化 (亿元)

项目	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01
总	6,274.00	-5,571.00	-3,332.00	14,684.00	8,816.00	-9,140.00	12,713.00	-5,031.00	9,739.00
表内	7,964.00	631.00	-4,303.00	7,358.00	3,936.00	-9,224.00	4,780.00	-4,329.00	3,806.00
表外	-94.00	-1,173.00	-1,059.00	-92.00	-247.00	-488.00	-43.00	16.00	-67.00
直接	1,529.00	1,378.00	240.00	94.00	276.00	211.00	149.00	26.00	337.00
其他	1,906.00	890.00	1,173.00	218.00	676.00	733.00	1,532.00	195.00	162.00
新增未贴现银行承兑汇票	120.00	3,358.00	-28.00	1,387.00	-142.00	-405.00	2,583.00	-4,367.00	-169.00
企业债券融资	-261.00	-3,501.00	-2296.00	-1,306.00	1,366.00	131.00	-146.00	2,236.00	1,786.00
非金融企业境内股票融资	249.00	-227.00	499.00	-367.00	-425.00	332.00	175.00	-108.00	448.00
政府债券	-2,541.00	-6,593.00	2,178.00	8,708.00	3,881.00	173.00	3,943.00	1,705.00	3,589.00

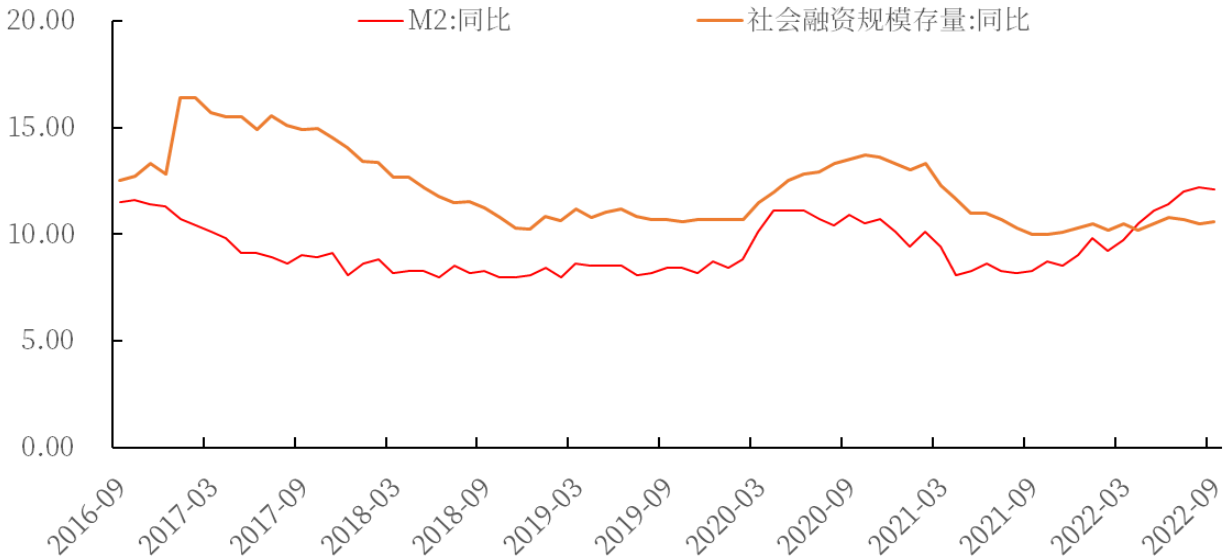
资料来源：wind，中航证券研究所

图5 2022 年年初以来各月新增信贷分项同比变化 (亿元)

项目	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01
总	8100	300	-4010	6900	3900	-8246	4000	-1300	4000
长短期	2380	232	42	2643.87	8911	4151.13	7689	6301	5266
居民	-1383	-1175	-2842	-203	-3344	-7453	3940	-4790	-4270
企业	9370	1787	-1457	7525	7243	-1168	8800	400	8100
新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	2380	232	42	2643.87	8911	4151.13	7689	6301	5266
新增人民币贷款:中长期	5329	537	-3966	5140.72	-4366	-9184.72	-2356	-10320	-1424
新增人民币贷款:居民户	-1383	-1175	-2842	-203	-3344	-7453	3940	-4790	-4270
新增人民币贷款:居民户:短期	-181	426	-354	781.87	34	-220.87	-1394	-220	-2372
新增人民币贷款:居民户:中长期	-1201	-1601	-2488	-984.28	-3379	-5232.72	-2504	-4572	-2124
新增人民币贷款:企(事)业单位	9370	1787	-1457	7525	7243	-1168	8800	400	8100
新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	4741	1028	-969	3815	3286	199	4341	1614	4345
新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	6540	2138	-1478	6130	-977	-3363	148	-5948	600
新增人民币贷款:票据融资	-2100.00	-122	1365	-1651	5591	2487	4712	4907	3193

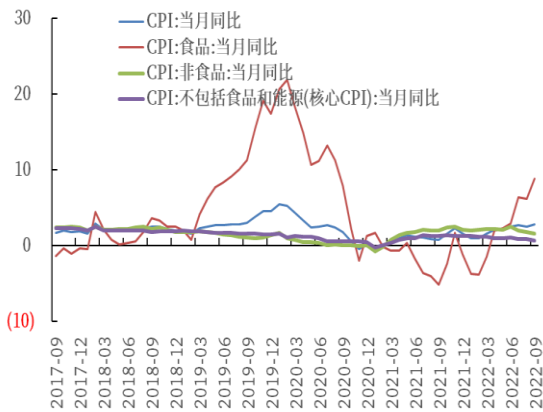
资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 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 (%)



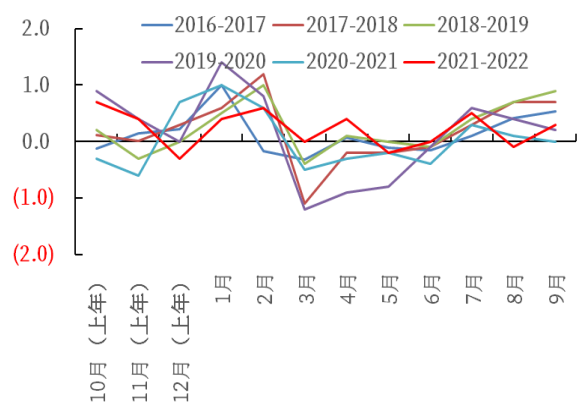
资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 CPI 同比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 CPI 环比走势 (%)



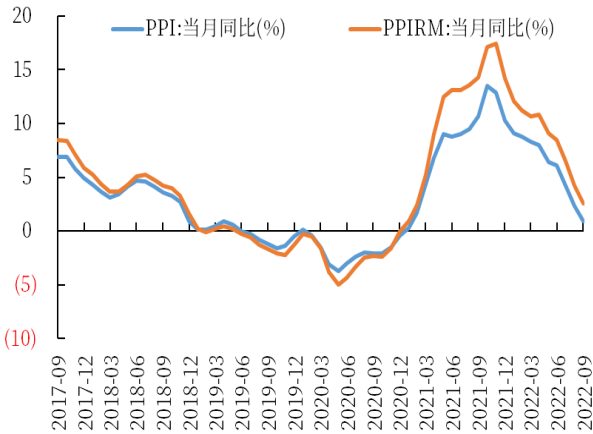
资料来源: wind, 中航证券研究所

图9 CPI分项目同比和环比情况 (%)

	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09
CPI:当月同比	2.80	2.50	2.70	2.50	2.10	2.10	1.50	0.90	0.90	1.50	2.30	1.50	0.70
CPI:食品烟酒:当月同比	6.30	4.50	4.70	2.50	2.10	1.90	-0.30	-1.80	-1.80	+0.10	1.70	-0.90	-2.80
CPI:衣着:当月同比	0.50	0.60	0.70	0.60	0.50	0.50	0.60	0.60	0.40	0.60	0.50	0.50	0.50
CPI:居住:当月同比	0.30	0.60	0.70	0.80	1.00	1.20	1.30	1.40	1.40	1.60	1.70	1.70	1.30
CPI:生活用品及服务:当月同比	1.40	1.30	1.40	1.50	1.40	1.20	0.90	0.60	0.40	0.80	0.50	0.90	0.50
CPI:交通和通信:当月同比	4.50	4.90	6.10	8.50	6.20	6.50	5.80	5.50	5.20	5.00	7.60	7.00	5.80
CPI:教育文化和娱乐:当月同比	1.20	1.60	1.50	2.10	1.80	2.00	2.60	2.50	2.90	3.10	3.00	2.90	3.20
CPI:医疗保健:当月同比	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.60	0.60	0.70	0.60	0.60	0.40
CPI:其他用品和服务:当月同比	1.60	2.20	0.90	1.70	1.80	1.70	2.10	0.30	-0.10	-0.50	-0.60	-0.50	-2.80
CPI:环比	-0.10	0.50	0.00	-0.20	0.40	0.00	0.60	0.40	-0.30	0.40	0.70	0.00	0.10
CPI:食品烟酒:环比	0.40	1.90	-1.00	-0.90	0.70	-0.90	1.20	1.10	-0.30	1.60	1.20	-1.40	0.50
CPI:衣着:环比	-0.20	-1.40	-0.10	0.40	-0.20	0.40	-0.30	-0.50	0.10	0.30	0.30	0.80	-0.10
CPI:居住:环比	0.00	0.00	0.00	-0.10	-0.10	0.10	0.10	0.00	-0.10	0.00	0.40	0.20	0.10
CPI:生活用品及服务:环比	0.00	0.30	-0.20	0.20	0.60	0.20	0.20	-0.10	0.30	-0.40	0.30	-0.10	0.10
CPI:交通和通信:环比	-1.70	-0.70	2.20	0.10	1.10	1.60	1.40	1.10	-0.30	0.30	1.00	-0.20	-0.60
CPI:教育文化和娱乐:环比	0.10	0.50	0.10	0.10	0.10	-0.30	0.40	0.20	0.00	-0.50	0.20	0.70	0.00
CPI:医疗保健:环比	0.10	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10	0.00	0.10	0.00	0.00	0.20	0.00	0.00
CPI:其他用品和服务:环比	0.30	-0.70	0.10	0.60	0.00	1.00	0.10	0.90	-0.10	-0.50	0.10	0.30	-0.90

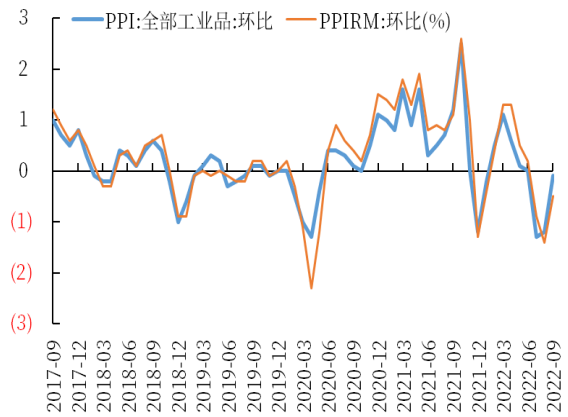
资料来源: wind, 中航证券研究所

图10 PPI和PIRM同比走势



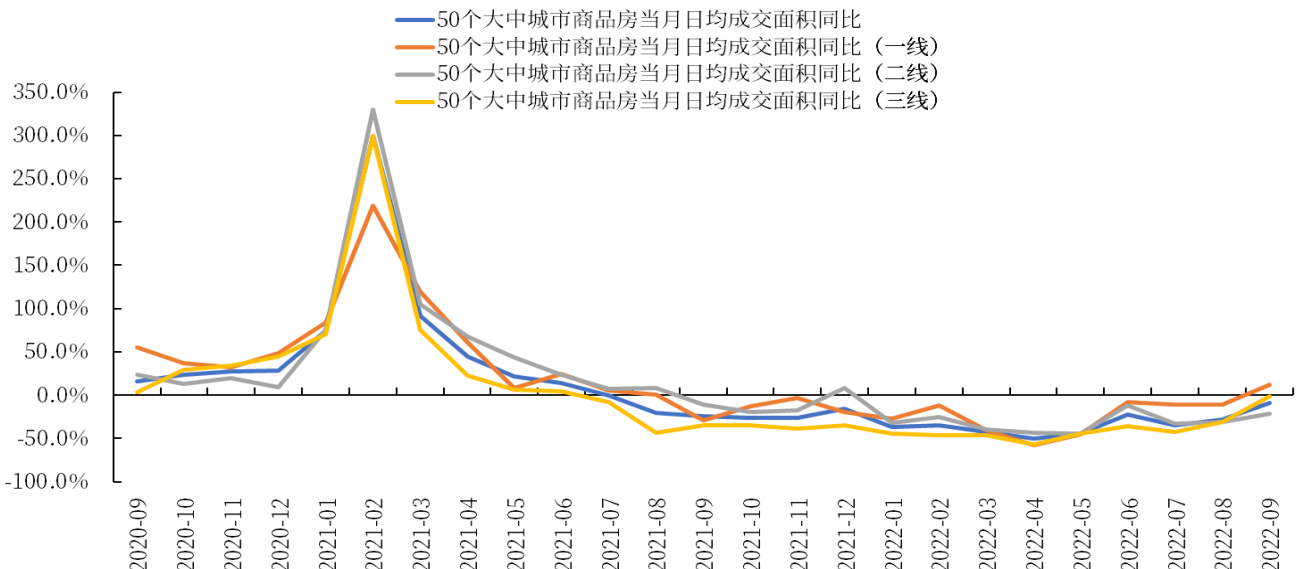
资料来源: wind, 中航证券研究所

图11 PPI和PIRM环比走势



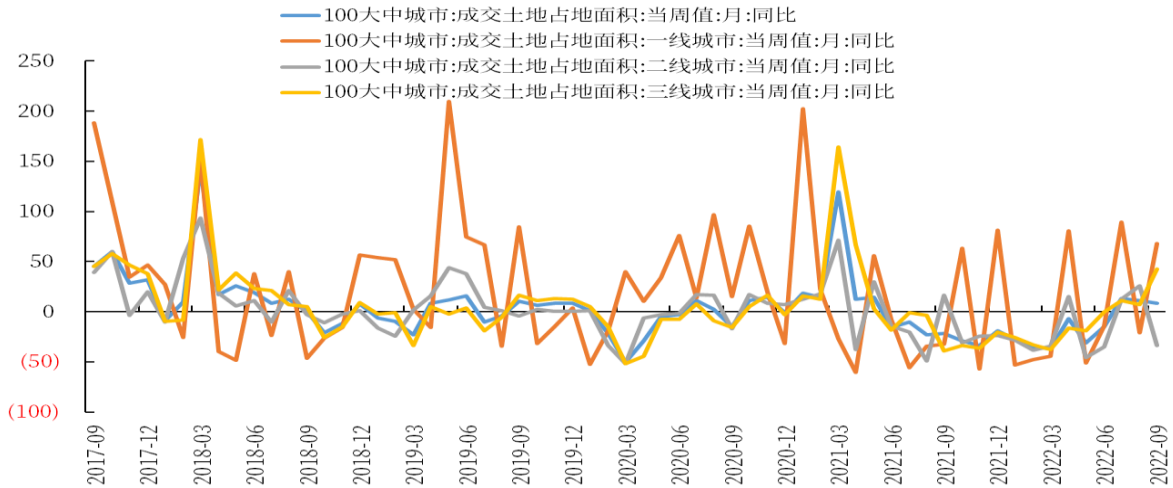
资料来源: wind, 中航证券研究所

图12 50大中城市商品房成交面积日均同比走势



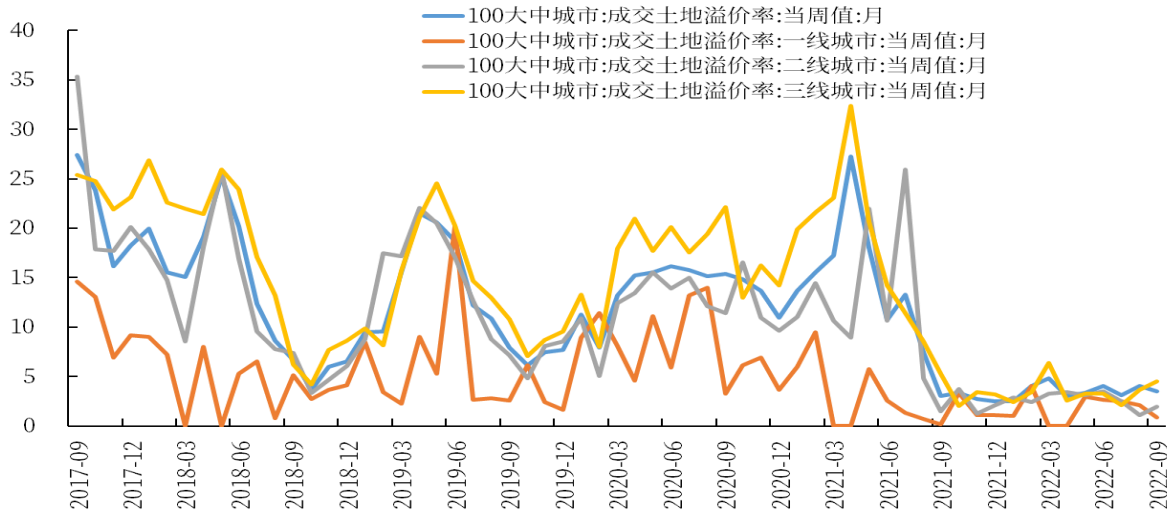
资料来源: wind, 中航证券研究所

图13 100大中城市土地成交面积走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图14 100大中城市土地成交溢价率走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图15 9月以来居民出行再次受到影响

时间区间	同比正增长城市数	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
10月上旬	4	-12.2%	-10.1%	-11.0%	-6.5%	-21.3%	4.0%	-20.6%	-29.4%	-5.2%	-21.9%	-14.9%	-21.9%	-4.9%	-52.5%	-3.0%	-25.8%	-24.8%	88.7%	7.2%
9月下旬	7	-4.8%	-9.9%	-5.4%	-5.1%	-15.6%	14.4%	1.2%	-10.5%	4.7%	2.8%	-3.2%	-12.0%	27.2%	-27.1%	-3.6%	-15.7%	-29.1%	205.9%	19.7%
9月中旬	6	-12.4%	-13.2%	-6.0%	-6.6%	-70.8%	14.1%	6.4%	-3.4%	6.6%	-	-6.1%	-20.7%	18.5%	-28.1%	-12.3%	-12.4%	-39.5%	80.4%	18.7%
9月上旬	5	-21.3%	-12.7%	-12.2%	-10.9%	-90.9%	26.7%	-17.1%	-3.1%	13.5%	-	-26.7%	-53.8%	38.0%	-9.9%	-7.6%	-3.2%	-67.4%	6.0%	27.0%
8月下旬	9	-0.1%	4.2%	-5.1%	13.3%	-18.4%	61.0%	37.5%	-24.2%	19.0%	-	-45.7%	-15.0%	53.5%	8.4%	11.7%	-8.9%	-33.3%	3.0%	39.2%
8月中旬	11	4.8%	3.2%	-19.6%	6.1%	-3.3%	130.6%	123.0%	3.0%	20.9%	-	-12.2%	-7.9%	100.6%	16.9%	11.6%	-6.5%	46.1%	-26.6%	38.2%
8月上旬	15	18.6%	14.8%	-12.0%	11.0%	3.9%	283.0%	108.2%	46.5%	29.5%	-	22.1%	-4.5%	216.0%	40.9%	4.9%	7.9%	66.0%	74.1%	43.0%
7月下旬	8	-10.2%	-20.3%	-22.2%	-3.8%	-33.4%	109.2%	-1.2%	-8.7%	9.3%	-	0.3%	-22.9%	22.3%	21.9%	-7.5%	-1.3%	-11.6%	13.1%	21.8%
7月中旬	6	-13.1%	-17.7%	-35.0%	-1.2%	-11.6%	-12.3%	2.5%	-20.6%	-17.6%	-28.8%	-5.1%	-5.0%	5.7%	12.6%	-1.5%	-4.3%	8.6%	8.8%	9.6%
7月上旬	9	-16.5%	-32.8%	-39.1%	8.4%	-6.5%	-21.9%	1.9%	-32.8%	-16.8%	-32.6%	0.6%	-12.4%	8.5%	10.8%	13.9%	18.5%	-7.2%	1.0%	4.7%
6月下旬	10	-9.0%	-31.5%	-39.0%	46.4%	0.6%	-10.7%	5.5%	-8.8%	-3.5%	-32.4%	4.0%	1.0%	-1.9%	2.0%	15.4%	72.6%	-8.8%	20.2%	12.2%
6月中旬	7	-11.0%	-46.0%	-47.1%	96.3%	-0.1%	-7.5%	2.4%	-10.8%	-13.0%	-38.4%	-2.0%	9.2%	-16.4%	-12.5%	2.5%	13.3%	-14.1%	30.2%	9.9%
6月上旬	6	-19.4%	-63.2%	-61.6%	82.8%	-4.0%	-11.5%	-1.5%	-9.5%	-13.3%	-41.5%	-1.3%	0.8%	-8.8%	-0.8%	21.0%	17.5%	-11.2%	27.3%	12.6%
5月下旬	3	-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	3	-41.0%	-77.2%	-100.0%	-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	0	-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	2	-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	1	-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	0	-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	0	-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	1	-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	-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%
9月	6	-12.8%	-11.8%	-7.9%	-7.5%	-58.6%	18.1%	-3.2%	-6.0%	8.1%	129.2%	-12.0%	-29.0%	27.7%	-21.7%	-7.8%	-10.7%	-44.9%	62.8%	21.7%
8月	12	7.2%	7.1%	-12.2%	10.1%	-7.1%	125.6%	81.0%	5.2%	22.9%	-	-14.7%	-9.3%	106.0%	15.6%	9.4%	-3.0%	21.2%	10.9%	40.1%
7月	11	-12.7%	-23.6%	-32.4%	0.7%	-16.9%	6.4%	1.0%	-20.7%	-9.2%	3.8%	-1.4%	-13.8%	12.1%	15.2%	1.6%	3.0%	4.4%	7.9%	11.9%
6月	8	-13.1%	-47.2%	-49.2%	71.5%	-1.1%	-9.9%	2.2%	-9.7%	-9.9%	-37.4%	0.2%	3.5%	-9.1%	-4.0%	12.6%	28.9%	-11.5%	25.5%	11.6%
5月	1	-41.5%	-77.9%	-99.9%	-19.2%	-9.6%	-27.6%	-12.9%	-20.6%	-40.7%	-65.5%	-13.9%	-12.1%	-21.8%	-22.8%	-3.5%	-29.4%	-21.5%	10.2%	-7.1%
4月	1	-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	3	-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 (注: 7月下旬至9月中旬合计值剔除郑州)

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证券投资损失的书面或口头承诺均为无限。

免责声明:

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。

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起。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