

2023 年 01 月 01 日 证券研究报告|宏观研究|宏观点评

疫情拖累 PMI 继续走低,资金面利好助力债市企稳 2022年12月25日-12月31日周报

◆ 市场预期向美联储政策指引靠拢

与上周末相比,本周末 CME 数据显示,市场对明年美联储联邦基金目标利率峰值的主流预期已从 4.75%-5.0%提高到 4.75%-5.0%和 5.0%-5.25%的可能几乎相同(5.0%-5.25%的可能性略高),这代表着经历本周之后,市场对美联储货币政策转鸽的预期已从此前的领先于美联储政策指引变为基本接近美联储货币政策指引(美联储 12 月议息会议给出的点阵图显示,美联储预计 2023 年终点利率水平将达到5.0%-5.25%)。与市场预期调整相匹配,本周标普 500、纳斯达克和道指周涨跌幅均为负,美国十年期国债到期收益率上行 13BP,5 年期和 10 年期盈亏平衡通胀利率分别上行 4BP 和 10BP。市场在本周出现的预期变化,总体上表明上周美国三季度GDP 上修之后,市场对美国 2023 年经济在美联储激进加息政策下出现衰退的预期边际下降,同时对美国通胀即将趋缓的乐观预期受到一定打压。自 10 月末开始,市场总体上持续交易的通胀趋缓、经济走弱、货币政策转鸽的预期在本周出现了一定反转(与 10 月下旬的峰值相比,截止 12 月 23 日,美国 10 年期国债收益率下行了50BP,10 年期盈亏平衡通胀率下行了 39 个 BP)。

我们再次强调,虽然逐步计价美联储转鸽仍然是明年资本市场相对明确的重要 主线,但美联储转鸽的节奏仍然存在着不确定性,短期内,在更加明确的政策指引出 现之前,市场仍将以震荡为主,各类最新的经济、通胀和就业数据,都可能引起市场 短期内一定范围内的涨跌。

◆ 确诊高峰短期冲击下, 12 月制造业和非制造业 PMI 继续下滑

2022年12月官方制造业PMI录得47.0%,较上月-1.0PCTS,连续第三个月位于荣枯线之下。五大构成指数上看,PMI新订单指数、生产指数和从业人员指数分别较上月-2.5PCTS、-3.2PCTS和-2.6PCTS,分别带动制造业PMI指数下行0.8PCTS、0.8PCTS和 0.5PCTS。此外,12月PMI供应商配送时间指数录得40.1%,较上月-6.6PCTS,对12月制造业PMI起到一定"虚假"支撑作用,扣除被供应商配送时间指数向上带动的1.0PCTRS,12月制造业PMI指数将更低。从走低的PMI新订单指数、生产指数、从业人员指数和供应商配送时间指数看,12月,疫情管控措施调整后短期内全国范围的确诊人数激增对制造业短期景气情况产生了相对较大的负面影响。据统计局表示: "疫情对企业产需、人员到岗、物流配送带来较大影响。12月份,调查的制造业企业中反映受疫情影响较大的企业比重为56.3%,高于上月15.5个百分点。部分调查企业反映受疫情影响,物流运输人力不足,配送时间有所延长。"除国内疫情之外,12月PMI新出口订单指数录得44.2%,较上月-2.5%,显示外需走弱对12月制造业景气度亦有打压。景气度下滑之下,12月制造业企业降低了采购(PMI采购量指数较上月-2.2PCTS),主动消耗产成品库存(产成品库存指数较上月-1.5PCTS),但生产放缓之下,原材料库存被动累积(原材料库存较上月+0.4PCTS)。

作者

刘倩

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

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

相关研究报告

金融市场分析周报 —2022-12-27 部分率先放开城市已步入恢复通道 —2022-12-

研究助理

金融市场分析周报 —2022-12-19

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



12 月官方非制造业 PMI 指数录得 41.6%(较上月-5.1PCTS),其中建筑业 PMI 录得 54.4%(较上月-1.0%),保持韧性,服务业 PMI 录得 39.4%(较上月-5.7PCTS),为有记录以来 12 月服务业 PMI 最低值,也是有记录以来 12 月服务业 PMI 唯一一次位于荣枯线之下。建筑业总体仍位于高景气区间主要系推动重大项目建设等各项政策措施带动下,土木工程建筑业企业保持较快施工进度。服务业景气度显著下行,录得历史低位,主要系疫情防控措施优化后,短期内全国范围内居民集中感染之下,居民聚集和出行出现的短期超季节性下滑。统计局表示: "12 月份,调查的服务业企业中反映受疫情影响较大的企业比重升至61.3%,高于上月10.0个百分点。商务活动指数降至39.4%,低于上月5.7个百分点,服务业市场活跃度明显降低。在调查的21个行业中,有15个位于收缩区间,其中零售、道路运输、住宿、餐饮、居民服务等接触性聚集性行业商务活动指数均低于35.0%,行业业务总量明显回落。"

◆ 我国经济有望在感染达峰后开启环比复苏趋势

从本周地铁客流量数据看,我们统计的17个大中城市中,已有成都、武汉和合肥三个城市工作日地铁客流量逐步接近或超过防控政策优化前的10月地铁客流量的工作日均值,趋势上看,除厦门外,其余城市地铁客流量均处在确诊高峰后的恢复阶段,各城市恢复节奏的不同主要系位于"集中感染—集中痊愈—出行恢复"这一过程的不同阶段。从覆盖城市范围更多的高德交通大数据100个城市拥堵指数均值来看,今年12月百城拥堵指数明显低于11月,与2019年-2021年历年12月拥堵指数较11月的上行形成明显背离,体现了12月以来全国范围内居民集中感染之下,各城市总体车流量有所减少。加入了本周数据后,与上周相比,12月日均拥堵指数较11月上行的城市由22个下降到20个,体现了疫情的进一步扩散,同时也说明疫情对出行的影响仍将持续。

我们认为,居民的集中大规模感染下,短期内,防疫政策优化对经济的提振可能相对有限。考虑到春节期间全国人口的大范围跨区域流动、专家预期和国际经验,预计防疫政策调整下,居民集中确诊对我国经济的影响将持续大概三个月左右。我国经济有望在感染达峰后开启环比复苏趋势。

◆ 跨年资金利率季节性抬升,隔夜逆回购逆势宽松

本周(12 月 26 日-12 月 30 日),央行持续在公开市场通过逆回购加码投放流动性,以应对年底骤升的资金需求。本周投放 7D 逆回购 9440 亿元,利率维持 2.0%;投放 14D 逆回购 700 亿元,利率维持 2.15%。本周央行累计开展 10140 亿元逆回购操作,另有 390 亿元逆回购到期,净投放流动性 9750 亿元,投放量较上周有显著增长。

货币市场方面,临近元旦节庆,市场面临政府债集中缴款,对机构流动性形成显著的"挤出效应"。此外,12 月份金融机构将面临各项监管考核指标,融出意愿降低,叠加节前企业居民现金需求增长等因素带来的流动性需求骤升,货币市场资金利率表现出季节性上行,但总体幅度可控。截止 12 月 30 日,DR007 和 SHIBOR1W 分别报收2.36%和2.22%,DR007 较上周五上行85bp,SHIBOR1W 较上周五上行53bp。随着央行适当拉开时间间隔,多次充分地通过7D 和14D 逆回购在年底大量补充流动性,货币市场整体跨年压力不大。在2023 年春节前,央行可能继续通过逆回购、MLF续作等多种公开市场操作保持流动性合理充裕,保持货币市场资金利率的平稳运行。



临近年底,央行短期内投放大量流动性使得银行间市场资金面呈现逆势宽松态势。本周(12月26日-12月30日),市场隔夜利率持续处于偏低水平,自12月21日跌破1%后,隔夜逆回购DR001加权平均利率持续走低。截至本周四,DR001加权平均利率报收0.42%,创历史新低。本周五作为2022年最后一个交易日,DR001在跨年、跨节累积需求下跳升至2.03%。

截至 12 月 30 日, 我国 10 年期国债收益率报收 2.84%, 较上周五上行 1bp。随着市场重估美联储加息预期,本周五美国 10 年期国债收益率录得 3.88%,较上周五上行 13bp,周内持续在 3.8%以上运行。中美利差有所回升,但是在多重利好刺激下人民币汇率出现回升,截止 12 月 30 日晚,在岸人民币兑美元已经收复 6.90 关口。12 月 30 日,央行、国家外汇局发布公告称,自 2023 年 1 月 3 日起,银行间人民币外汇市场交易时间延长至北京时间次日 3:00,人民币汇率中间价及浮动幅度、做市商报价等市场管理制度适用时间相应延长。央行表示,这是为了推进高水平对外开放,有助于拓展境内外汇市场深度和广度,促进在岸和离岸外汇市场协调发展,为全球投资者提供更多便利,进一步提升人民币资产吸引力。

◆ 资金面利好助力债市企稳, 短期内修复行情或持续

随着央行近期针对资金面释放的一系列利好,包括月初降准、月中超额续作 MLF,以及通过不同期限逆回购向市场投放巨量流动性,债券市场情绪企稳迹象明显。截至 12 月 30 日,我国 10 年期国债收益率报收 2.84%,较上周五上行 1bp,周内维持窄幅箱体震荡;一年期同业存单到期收益率(AAA 级)为 2.42%,较上周五下行 18bp。3 年期 AAA 级信用利差也持续回落,目前已降至 63bp。

以银行间市场质押式回购交易量衡量债券市场交易情绪,其与货币市场流动性成正比。银行间市场质押式回购交易量自 4 月以来持续上行,连续两个季度处于高位,与 DR007 走势相吻合。进入 10 月后随着资金利率向政策利率靠拢,债市交易情绪略有下降,赎回潮爆发后 12 月开启显著下行趋势,债市加杠杆情绪回落至较低水平,另一个角度也说明此次债市波动也出清了一部分风险,使得央行操作空间加大。资金利率作为影响债市的关键因素,央行以明确态度呵护资金面,通过各种方式投放流动性,极大的提振了投资者的信心,阻断集中赎回冲击负反馈的持续震荡,债市整体交易情绪有所修复,边际回暖迹象明显,可以说理财赎回对市场冲击的波峰已经过去。

展望 2023 年,资金面上紧缩概率不大,央行货币政策定调"总量+结构",人民银行副行长刘国强在中国经济年会上表示,就中央经济工作会议提出的货币政策要求而言,可概括为"总量要够、结构要准",而总量要够,就是明年货币政策的力度不能小于今年。债市的整体行情还是基于基本面的改善情况。随着社会越来越多的人"阳康",经济运行逐步上轨道,消费出现反弹,叠加 2022 年的低基数,经济数据在上半年大概率出现一定程度的向上修复。然而复苏之路上隐忧重重,从外部来看,海外经济衰退预期的加强,国际局势的波谲云诡对我国出口形成压力;内部方面,"需求收缩、供给冲击、预期转弱"三重压力下经济低增长惯性仍在,预期转弱,内生动能不强的底色短期内难以改变,长期来看经济增长中枢可能已经下移。2023 年经济复苏几乎是确定性事件,但我们需要充分预见复苏之路的坎坷,保持谨慎乐观。



图1 月度经济数据情况

| | 2022-12 | 2022-11 | 2022-10 | 2022-09 | 2022-08 | 2022-07 | 2022-06 | 2022-05 | 2022-04 | 2022-03 |
|-----------------|---------|----------------------|---------------------|---------------------|--------------------|---------------------|--------------------|---------------------|----------------------|--------------|
| 社零(当月同比) | ı | - <mark>5</mark> 9 | -05 | 2.5 | 5.4 | 2.7 | 3.1 | - <mark>6</mark> 7 | - 11 .1 | - 3 5 |
| 社零:商品零售(当月同比) | 1 | - <mark>5</mark> 6 | 0.5 | 3.0 | 5.1 | 3.2 | 3.9 | - <mark>5</mark> 0 | <mark>-9</mark> 7 | -21 |
| 社零: 餐饮(当月同比) | 1 | <mark>-8</mark> 4 | - <mark>-8</mark> 1 | -17 | 8.4 | -15 | -40 | -21.1 | -22.7 | -16.4 |
| 固投 (累计同比) | - | 5.3 | 5.8 | 5.9 | 5.8 | 5.7 | 6.1 | 6.2 | 6.8 | 9.3 |
| 制造业投资 (累计同比) | - | 9.3 | 9.7 | 10 1 | 100 | 9.9 | 104 | 10 6 | 12 2 | 15 6 |
| 基建投资 (累计同比) | - | 117 | 114 | 11 2 | 10 4 | 9.6 | 9.3 | 8.2 | 8.3 | 10 5 |
| 房地产开发投资 (累计同比) | - | <mark>-9</mark> 8 | <mark>-8</mark> 8 | - <mark>8</mark> 0 | - <mark>7</mark> 4 | - <mark>6</mark> 4 | - <mark>5</mark> 4 | - <mark>4</mark> 0 | -27 | 0.7 |
| 固投(当月同比) | - | 0.7 | 5. 0 | 6.6 | 6.5 | 3. 5 | 5.8 | 4.5 | 1.8 | 6.7 |
| 制造业投资(当月同比) | - | 6.2 | 6.9 | 10 7 | 10 6 | 7.5 | 9.9 | 7.1 | 6.4 | 11 9 |
| 基建投资(当月同比) | - | 13 9 | 128 | 163 | 15 4 | 11 5 | 12 0 | 7.9 | 4.3 | 118 |
| 房地产开发投资(当月同比) | - | -19 .9 | -16 .1 | <mark>-12</mark> .1 | -13 .8 | <mark>-12</mark> .1 | <mark>-9</mark> 6 | - <mark>7</mark> .7 | - <mark>10</mark> .1 | -24 |
| 出口金额 (美元, 当月同比) | - | <mark>-8</mark> 7 | -03 | 5.9 | 7.2 | 18 0 | 17.1 | 163 | 3.5 | 14 4 |
| 进口金额 (美元, 当月同比) | - | - <mark>10</mark> .6 | -07 | 0.8 | 0.2 | 2.0 | 0.4 | 3.7 | 0.2 | 0.7 |
| 工业增加值(当月同比) | - | 2.2 | 5.0 | 6.3 | 4.2 | 3.8 | 3.9 | 0.7 | -29 | 5.0 |
| 服务业生产指数(当月同比) | - | -19 | 0.1 | 1.3 | 1.8 | 0.6 | 1.\$ | - <mark>5</mark> 1 | - <mark>6</mark> 1 | -09 |
| 制造业PMI | 47.0 | 48.0 | 49.2 | 50.1 | 49.4 | 49.0 | 50.2 | 49.6 | 47.4 | 49.5 |
| 非制造业PMI | 41.6 | 46.7 | 48.7 | 50.6 | 52.6 | 53.8 | 54.7 | 47.8 | 41.9 | 48.4 |
| 建筑业PMI | 54.4 | 55.4 | 58.2 | 60.2 | 56.5 | 59.2 | 56.6 | 52.2 | 52.7 | 58.1 |
| 服务业PMI | 39.4 | 45.1 | 47.0 | 48.9 | 51.9 | 52.8 | 54.3 | 47.1 | 40.0 | 46.7 |

资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 17 个大中城市 11 月以来每个工作日地铁客流量相当于 10 月日均值的百分比

| | 北京 | 上海 | 广州 | 成都 | 南京 | 武汉 | 西安 | 苏州 | 重庆 | 深圳 | 长沙 | 昆明 | 南宁 | 东莞 | 石家庄 | 厦门 | 合肥 |
|--------------------------|------------------|------------------|------------------|---------|---------|----------------|----------------|--------------------|---------|--------------------|--------------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| | 402 | | , ,,, | /~ LIP | 149.23 | 2000 | | 93.311 | | 241-211 | ~,> | 20.77 | ,,, | 231.70 | H 3// | 200.1 3 | 1,,0 |
| 2022-12-28 | 56.24% | 40.16% | 64.96% | 92.79% | 56.29% | 94.55% | 88.01% | 42.84% | 69.90% | 60.30% | 53.59% | 84.14% | 85.43% | 52.93% | 70.16% | 33.90% | 103.30% |
| 2022-12-27 | 54.84% | 36.89% | 61.68% | 90.90% | 51.14% | 91.63% | 82.54% | 39.17% | 61.56% | | | 83.02% | 80.47% | 47.55% | 67.87% | 34.45% | 96.20% |
| 2022-12-26 | 53.68% | 34.94% | 59.11% | | 47.36% | 92.76% | | 36.14% | | | 52.55% | 85.79% | | 46.03% | | 36.87% | 88.01% |
| 2022-12-23 | 38.61% | 27.91% | 45.30% | 74.61% | | | 47.66% | | | | 37.76% | 72.18% | | 43.23% | | | 53.08% |
| 2022-12-22 | 35.30% | 29.96% | | 66.56% | | | 40.88% | | 51.47% | | | 64.45% | | 44.52% | | 56.00% | 46.86% |
| 2022-12-21 | 32.96% | | | | | | 37.87% | | | | 35.37% | | | 52.93% | | 63.13% | |
| 2022-12-20 | 29.22% | 41.24% | | | | 55.83% | 37.85% | | 44.26% | | | 59.40% | | 59.00% | | 69.41% | 52.31% |
| 2022-12-19 | 33.09% | 48.25% | | | | 52.08% | | | | | 42.53% | | | | | | 62.94% |
| 2022-12-16 | 19.16% | 70.02% | | 43.51% | 79.17% | | 61.98% | | | | 63.77% | | | | | 86.15% | 100.89% |
| 2022-12-15 | 18.70% | 79.18% | | 48.80% | 87.54% | | 7 5.41% | | | | 70.68% | | | 78.52% | | 86.67% | 115.02% |
| 2022-12-14 | 19.52% | | 54.52% | | 95,97% | | 91.00% | | | | 77.77% | | | | | 89.28% | |
| 2022-12-13 | 20.84% | 93.55% | 61.39% | | 102,59% | | 104.01% | | 38.60% | | | 63.52% | | 89.03% | | 91.14% | 140.06% |
| 2022-12-12 | 25.73% | 99 14% | | | 109.68% | | 118.16% | | 44.48% | | | 7 4.34% | | | | 92.22% | |
| 2022-12-09 | 35.86% | | 7 5.13% | | | 81.46% | 132.49% | | 49.17% | | | 90.51% | | 111.58% | | 99.07% | 163.25% |
| 2022-12-08 | 39.08% | 101.45% | | | | 85.77% | 123.84% | | 47.98% | | | 90.28% | | 89.62% | | 90.79% | 146.10% |
| 2022-12-07 | 39.22% | 101 .78% | | | | 88.92% | 123.19% | | 45.55% | | | 91.80% | 105 .65% | 88.21% | | 90.35% | 121.26% |
| 2022-12-06 | 34.10% | 102. 36% | 68.39% | 97.16% | 96.84% | 88.92% | 125.41% | | 43.15% | | | 91 .80% | 106 .85% | 85.41% | | 89.46% | 114.78% |
| 2022-12-05 | 33.92% | | 71.56% | | 94.31% | 84.28% | 126.42% | | | | 7 5.25% | 8 2.39% | 105.76% | | | 89.12% | 114.86% |
| 2022-12-02 | 24.74% | 103.17% | | 92.57% | | 35.84% | 119.07% | 96.32% | | | 73.46% | 64.66% | 114.24% | 0.00% | 6.54% | 93.72% | 139.29% |
| 2022-12-01 | 26.22% | 96.81% | | | 90.81% | | 108.48% | 90.72% | | | 71.44% | 64.27% | 96.35% | | 3.21% | 87.95% | 130.91% |
| 2022-11-30 | 23.40% | 96,66% | | | 87.59% | | 103.53% | 91.09% | 0.36% | | 7 3.26% | 64.54% | 94.48% | 70.10% | 1.12% | 89 .18% | 130.67% |
| 2022-11-29 | 22.21% | 96,81% | | 75.11% | 82.53% | | 94.45% | 86.78% | 0.36% | 98.02% | | 65.52% | 91.02% | 73.26% | 1.08% | 91.80% | 126.85% |
| 2022-11-28 | 20.69% | 99.38% | | 69.74% | | 9.86% | 81.60% | 92.83% | 0.36% | | 77.44% | 61.58% | 91.92% | 80.27% | 1.12% | 90.26% | 127.74% |
| 2022-11-25 | 16.48% | | 37.84% | 66.91% | | | | 107.97% | | 111.87% | | 69.18% | 125.38% | 94.29% | 1.59% | 97.66% | 141.69% |
| 2022-11-24 | 21.06% | | 37.43% | | 81.79% | | 7 3.74% | | 0.43% | | | 68.08% | 104.26% | 7 6.18% | 1.94% | 88.51% | |
| 2022-11-23 | 28.66% | 106.76% | | | 82.48% | | 93.01% | 103.84% | | 105.68% | 97.08% | 70.14% | 105.40% | 77.11% | 1.90% | 92.71% | 140.12% |
| 2022-11-22 | 36.93% | | 38.92% | | | | 93.68% | 99.81% | | 107.49% | | 79.48% | 107.46% | 7 8.87% | 2.40% | 93.33% | 140.98% |
| 2022-11-21 | 48.56% | | 41.88% | | | 61.78% | 63.78% | 105.03% | | | 103,42% | 79.77% | | 90.55% | 3.79% | 96,90% | 143.77% |
| 2022-11-18 | 81.95% | | | | 118.75% | | 121.08% | 116.04% | | 119.52% | | 98.00% | | 105.97% | | 105.70% | 162.26% |
| 2022-11-17 | 82 .81% | | 53.33% | | 104.53% | | 117.32% | | | 111.70% | | 91 .68% | | 85.29% | | 96 .85% | 144.10% |
| 2022-11-16 | 85.47% | | 47.65% | | 110.42% | | 122.65% | | | 112.65% | | 87 .33% | | 85.41% | | 96.07% | 143.42% |
| 2022-11-15 | 85 .86% | | 46.18% | | 110.14% | | 126.39% | 109.07% | | | 102.85% | 95.84% | 108.82% | 83.54% | | 95.54% | 141.58% |
| 2022-11-14 | 87.48% | 105 .38% | | | 107.11% | | 0.00% | 104.85% | | 110.70% | | 93 .80% | | 85.18% | | 93.75% | 135.06% |
| 2022-11-11 | 84.45% | | 36.14% | | 120.96% | | 134.29% | 115.86% | | | 110.75% | 101 ,58% | | 96 ,98% | 4.26% | 110.43% | 139.27% |
| 2022-11-10 | 85.77% | | 39.03% | | 107.29% | | 118.14% | | | 110.14% | | 95 .49% | | | 4.41% | 99.07% | 129.80% |
| 2022-11-09 | 88.42% | 105 .80% | | | 106.83% | 100.54% | 118.14% | | 52.39% | | | 96,23% | 103.75% | 87.63% | 4.14% | 99,98% | 133.56% |
| 2022-11-08 | 90.52% | | 52.04% | | 103.84% | 95 .54% | 111.40% | | 69.33% | | | 97 .96% | 105.92% | 7 7.46% | 2.52% | 98.74% | 130.77% |
| 2022-11-07 | 93.72% | | 53.34% | | | 90.59% | 111.67% | | | 107.94% | | 96.61% | 103.99% | 79.33% | 3.64% | 97.45% | 126.08% |
| 2022-11-04 | 102.13% | 97.58% | 74.87% | | 95.09% | | 99.23% | 114.12% 104.02% | 99.51% | 113.55% 102.31% | 114.89% 100.14% | 112.68% | | 111.00% | | 106.33% 94.30% | 102,54% 95,83% |
| 2022-11-03 2022-11-02 | 97,99% 98,48% | 97,58% 95,66% | 70.94% 72.87% | | | 55.55% | | | | | 100 14% | 102,96% 100,29% | 99.87% 99.12% | 78.52% 82.84% | 53.97% 68.22% | 94.30% | 95,83% 91.15% |
| 2022-11-02 | 98,48% | 98,75% | 75.41% | | | | | | 111.26% | | | 0.00% | 99.12% | 94.29% | 73.80% | 98.81% | 76.83% |
| 2022-11-01 | 96190% | 96 75% | 75.41% | 103,59% | 05.72% | 55.13% | 105.84% | 102.65% | 111.26% | 104.03% | 103.53% | 0.00% | 99,56% | 94.29% | 13.80% | 93.62% | 70.83% |

资料来源: wind, 中航证券研究所

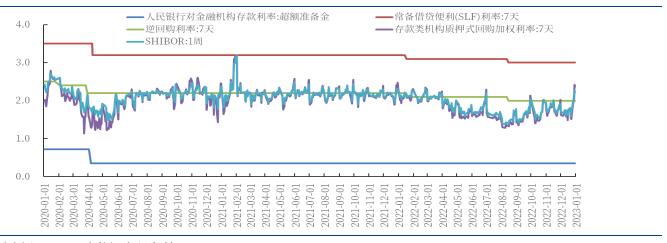
图3 防控政策调整后今年 12 月全国范围拥堵程度总体下降



资料来源: wind, 中航证券研究所



图4 货币市场利率走势(%)



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