

金融市场分析周报

(2023.03.20-2023.03.24)

报告摘要

- **资金市场分析：**随跨季临近，本周资金面先紧后松；下周跨季，关注资金市场变化情况。本周共有 4630 亿元 7 天期逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 3500 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场全口径净回笼 1130 亿元。本周一资金面持续收紧，本周二央行增大投放资金面紧张程度有所缓解，本周后三天虽然央行维持公开市场大额净回笼，但资金传导通畅，资金面维持平稳。下周 7d 资金开始跨季，预计资金价格将季节性走高。不过下周一降准将落地，释放资金超 5 千亿元，同时月末一周一般为财政走款时间，两方面因素影响下可以对跨月资金起到补充作用。季末一周政府债融资额回落，下周一至五政府债净交款较本周明显下行，对于资金面的冲击减弱。逆回购到期仍维持较高水平，跨季期间央行可能维持投放稳定资金市场，关注央行公开市场操作情况。
- **利率债：**本周消息面较为匮乏，LPR 未调整，美联储如预期加息 25bp，但措辞偏鹰。目前市场对经济复苏分歧较大，对政策仍较为敏感，利率债震荡底部，波段上行风险较大。本周国内除 LPR 未调整外，无其他基本面信息。海外联储动作受市场关注，美联储加息 25bp 符合市场预期，目前的 4.75%-5% 区间已经为金融危机爆发最高。硅谷银行事件市场预期今年降息，但联储的措辞偏鹰，“坚定地致力于恢复 2% 的通胀目标”，“加息的决定得到了委员会很强的共识支持”。美联储官员预计今年不会降息。“一些额外的政策收紧可能是适当的”，此句替换之前连续出现的“委员预计持续加息适宜”。目前市场预期仍有一次加息 25bp，且预期年底降息。议息当晚市场反应较为强烈，美债下行，美股下挫，2-5-10Y 美债后三个交易日均大幅下降，目前 2Y-10Y 倒挂程

主要数据

上证指数	3251.3971
沪深 300	4012.4771
深证成指	11647.9387

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: fuyys@avicsec.com

相关研究报告

外部博弈联储利率路径，内部博弈经济复苏强度 —2023-03-26
美联储如期加息 25BP，银行业危机冲击下加息终点或提前 —2023-03-24
金融市场分析周报 —2023-03-20

度进一步缩小。联储虽有鹰派表达，但市场仍旧预期今年降息。综合来看，利率债近期仍旧小幅震荡，市场目前一致预期震荡，下行空间较小，经济温和复苏也不能够带来超预期的大幅上行，但目前处于震荡底部，有一定的上行风险。

- **权益市场：A股市场震荡持续，传媒板块领涨全A。**北上资金本周合计流入109.50亿元。上证综指最终报收3265.65点。A股市场持续震荡。沪深大盘有涨有跌，涨跌幅度不同，总体跌大于涨。从目前看，市场情绪不乐观，在宏观经济基本面向好，资金流动性宽松，投资者期待春季行情的多重利好支持下，期待股市大反弹空间。加息临近终点，未来或是“滞胀”。港股高股息国企投资价值分析。关注海外金融风险蔓延可能。关注紧缩后周期中的全球金融风险。
- **美元指数分析：FOMC决议显示加息周期可能接近尾声，美元指数本周走弱。**本周美元指数报103.1060，较上周下跌0.7577。本周三美联储召开3月份FOMC会议，会上美联储加息0.25bp，基本符合市场预期。在声明中美联储删除了“持续加息是适宜的”措辞，改为“一些额外的政策紧缩可能是适当的”。会后的点阵图显示未来美联储可能仍存一次加息，并且有可能更早进入降息周期。决议公布后，美元指数及美债收益率走低，但美股维持下行。本周五美联储鹰派委员布拉德称将美国2023年的利率预期进一步提高，认为美国经济强劲，银行压力很可能缓解。受鹰派发言影响，本周五美元指数有所反弹，一周仍维持下跌。

风险提示：货币政策超预期收紧 信用风险集中爆发

正文目录

一、 本周重点经济	4
1.1 一周要闻	4
二、 固定收益市场分析	4
2.1 资金面分析：随跨季临近，本周资金面先紧后松；下周跨季，关注 资金市场变化情况	4
2.2 利率债走势分析：央行本周小幅回笼，LPR 未变化，消息面较为匮 乏，利率债本周震荡小幅上行	6
2.3 存单信用债分析：存单、信用债净融资额由正转负，存单发行利率 多数下行；各评级信用债收益率中短端下行、长端上行，信用利差多数 走阔	7
三、 主要资产价格分析	9
3.1 权益市场分析： A 股市场持续震荡	9
3.2 美元指数分析：FOMC 决议显示加息周期可能接近尾声，美元指数 本周走弱	11

一、 本周重点经济

1.1 一周要闻

1、财政部发布《2022 年中国财政政策执行情况报告》称，2023 年将增强财政宏观调控效能，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步提供有力支持。完善税费支持政策，着力纾解企业困难；统筹宏观调控需要和防范财政风险，加大财政资金统筹力度，优化组合财政赤字、专项债、贴息等工具，集中财力办大事，在打基础、利长远、补短板、调结构上加大投资，为落实国家重大战略任务提供财力保障。严肃财经纪律，切实防范财政风险。坚持依法行政依法理财，硬化预算约束，严格财政收支规范管理，健全监督监控机制，进一步加强财会监督工作，坚决查处违法违规行为。遏制地方政府隐性债务增量，稳妥化解存量，坚决制止违法违规举债行为，加强对融资平台公司综合治理，牢牢守住不发生系统性风险的底线。

2、中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，3 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.65%（上次为 3.65%），5 年期以上 LPR 为 4.3%（上次为 4.3%）。

3、目前上交所上市的 REITs 产品已由传统基建类项目拓展至新能源、保障性租赁住房等基础设施补短板重点领域。上交所债券业务部副总监孙治山介绍，近期上交所两单新能源 REITs 项目已进入发行阶段，接下来将尽快覆盖到新基建、水利等基础设施领域，加快打造 REITs 市场的保障性租赁住房板块，着力推动重大标志性项目 REITs 落地。

4、截至 3 月 22 日，今年地方新增专项债发行规模突破 1 万亿元。而今年还将有约 2.8 万亿元新增专项债发行，用于民生等重大项目，补短板、促消费、稳经济。相关部门已经联手强化专项债监管，今年一些地方已经明显强化专项债项目审核力度。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：随跨季临近，本周资金面先紧后松；下周跨季，关注资金市场变化情况

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场全口径净回笼 1130 万亿元

本周共有 4630 亿元 7 天期逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 3500 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场全口径净回笼 1130 亿元。下周央行公开市场将有 3500 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 300 亿元、1820 亿元、670 亿元、640 亿元、70 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	410	290	1040	1090	1800
7 天	300	1820	670	640	70
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	-110	1530	-370	-450	-1730

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: 跨月临近, 资金面先紧后松。本周一 14d 资金开始跨月, 叠加上周缴税走款消耗流动性, 本周一资金面持续收紧, 本周二央行增大投放资金面紧张程度有所缓解, 本周后三天虽然央行维持公开市场大额净回笼, 但资金传导通畅, 资金面维持平稳。本周五银行间回购利率 R001 加权平均降至 1.3756%, R007 加权平均降至 1.9984%; 交易所回购利率 GC001 加权平均升至 2.4720 %, GC007 加权平均升至 3.3670%。

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	2.3893	2.5259	2.0271	1.6278	1.3756
	R007	2.3468	2.4368	2.3989	2.2062	1.9984
	R014	3.0483	3.1142	3.0744	3.0110	3.0431
	R021	3.0839	3.1235	3.0989	3.1305	2.9663
	R1M	2.8178	2.9570	2.8720	2.7645	2.7786
上交所协议回购	206001	4.1840	4.2840	4.2240	4.2930	
	206007	3.5110	3.4320	3.4840	3.5420	3.8170
	206014	4.8180	4.8770	4.4730	4.7860	4.5720
	206021	4.9230	5.1610	4.7510	4.6810	4.8720
	206030	5.5310	5.7840	5.7220	5.6560	7.0590
利率互换定盘: 1Y	FR007	2.3431	2.3723	2.3812	2.3687	2.3804

资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

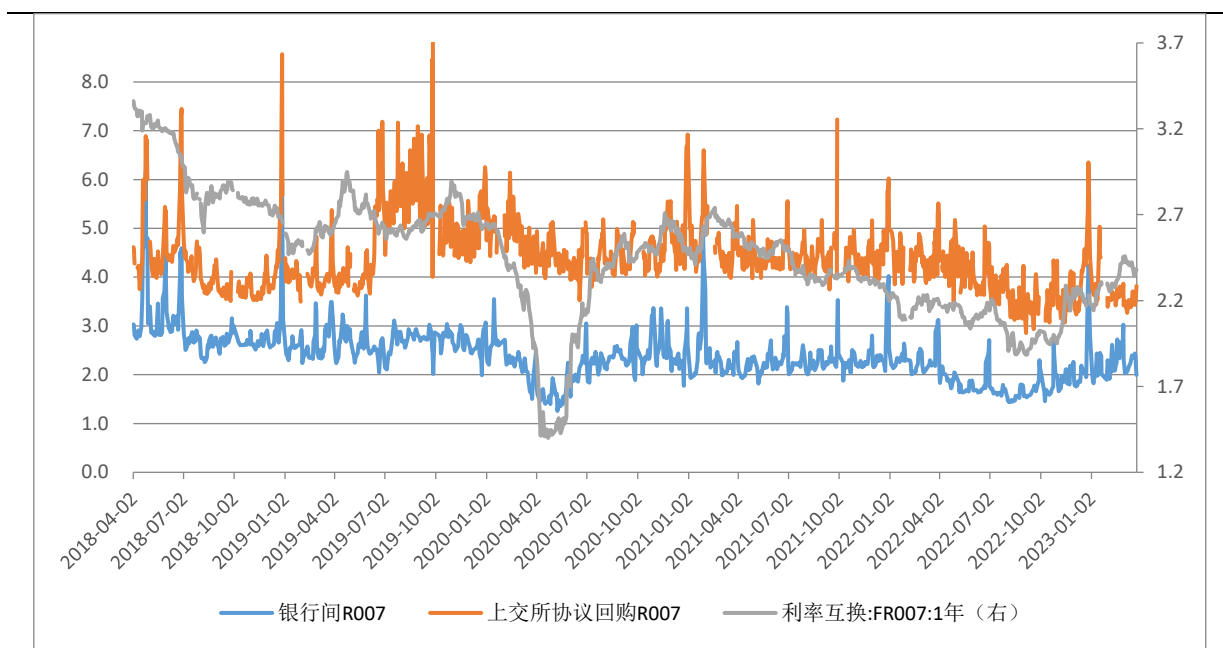
2) 资金面的展望: 跨季临近, 关注资金市场变化情况

2023 年政府工作报告提出稳健的货币政策要精准有力, 支持实体经济发展。预计未来货币政策主要方向仍

为宽信用，从近期资金面情况来看，经济复苏下企业对未来预期转好，贷款需求上行，对资金占用量增加。同时央行连续 4 个月增量续作 MLF，同时于 3 月 17 日宣布将降准 0.25bp。整体来看贷款量上行的同时央行也相应投放长期资金，但供需双双上行下资金面不免波动增大。

下周 7d 资金开始跨季，预计资金价格将季节性走高。不过下周一降准将落地，释放资金超 5 千亿元，同时月末一周一般为财政走款时间，两方面因素影响下可以对跨月资金起到补充作用。季末一周政府债融资额回落，下周一至五政府债净交款较本周明显下行，对于资金面的冲击减弱。逆回购到期仍维持较高水平，跨季期间央行可能维持投放稳定资金市场，关注央行公开市场操作情况。

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：央行本周小幅回笼，LPR 未变化，消息面较为匮乏，利率债本周震荡小幅上行

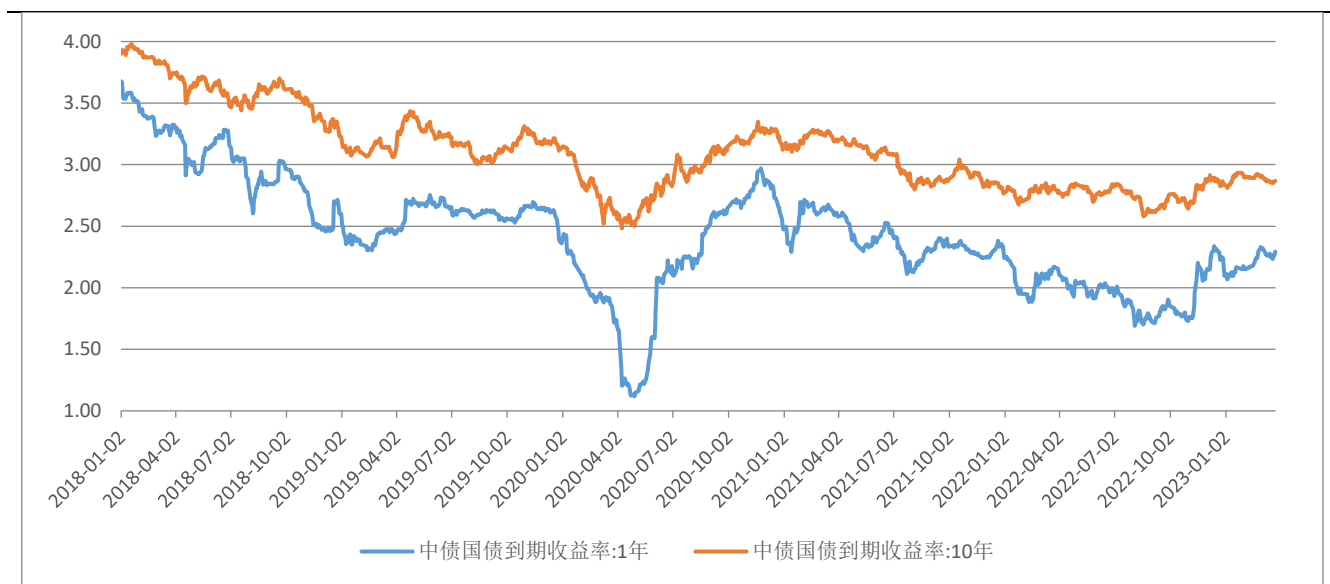
1) 利率债走势复盘：央行本周小幅回笼，LPR 未变化，消息面较为匮乏，利率债本周震荡小幅上行。

周一，央行开展开展了 300 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 410 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 110 亿元。资金面进入跨季阶段，银行间稍紧。受略超预期的降准影响，利率债整体下行，中短端下行幅度较大，长端 10Y 下行 1bp；周二，央行开展 1820 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 290 亿元逆回购到期，因此单日净投放 1530 亿元。资金继续转紧，DR007 上行，利率债表现一般，此位置交易盘做多意愿较弱，利率债整体上行，国债表现好于国开，10y 国债上行 1.1bp。周三，央行开展 670 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 1040 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 370 亿元。流动性较昨日转松，美联储议息对外资行为产生较大影响，交易盘最近均较谨慎，利率债现券较弱，长端继续上行；周四，央行开展 640 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。Wind 数据显示，当日 1090 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 450 亿元。

联储加息符合预期，但发言偏鹰。流动性略微好转，利率债继续偏空，长端上行 1bp；周五，央行开展 70 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。Wind 数据显示，当日 1800 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 1730 亿元。本周共有 4630 亿元 7 天期逆回购到期，当周实现净回笼 1130 亿元。利率债长端接近平收，中短端小幅上行。

本周活跃券 10 年国债活跃券 230004 由 2.8600% 累计上行 0.25bp 至 2.8625%，10 年国开活跃券 220220 由 3.0450% 累计上行 0.5bp 至 3.0500%。

图 2：1 年期与 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： 本周消息面较为匮乏，LPR 未调整，美联储如预期加息 25bp，但措辞偏鹰。目前市场对经济复苏分歧较大，对政策仍较为敏感，利率债震荡底部，波段上行风险较大。

本周国内除 LPR 未调整外，无其他基本面信息。海外联储动作受市场关注，美联储加息 25bp 符合市场预期，目前的 4.75%-5% 区间已经为金融危机爆发最高。硅谷银行事件市场预期今年降息，但联储的措辞偏鹰，“坚定地致力于恢复 2% 的通胀目标”，“加息的决定得到了委员会很强的共识支持”。美联储官员预计今年不会降息。

“一些额外的政策收紧可能是适当的”，此句替换之前连续出现的“委员预计持续加息适宜”。目前市场预期仍有一次加息 25bp，且预期年底降息。议息当晚市场反应较为强烈，美债下行，美股下挫，2-5-10Y 美债后三个交易日均大幅下降，目前 2Y-10Y 倒挂程度进一步缩小。联储虽有鹰派表达，但市场仍旧预期今年降息。综合来看，利率债近期仍旧小幅震荡，市场目前一致预期震荡，下行空间较小，经济温和复苏也不能够带来超预期的大幅上行，但目前处于震荡底部，有一定的上行风险。

2.3 存单信用债分析：存单、信用债净融资额由正转负，存单发行利率多数下行；各评级信用债收益率中短端下行、长端上行，信用利差多数走阔

1) 一级市场发行： 存单、信用债净融资额由正转负，存单发行利率多数下行

同业存单方面，本周同业存单发行量约 5,388.20 亿元，环比下降 27.30%，偿还量约 7,501.70 亿元，环比增长 20.80%，净融资额为-2,113.50 亿元，环比由正转负。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 3.50bp 报 2.514%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 4.53bp 报 2.5083%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 7.63bp 报 2.6047%，9M 存单平均发行利率较上周下行 0.45bp 报 2.6711%。

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 3,487.61 亿元，环比增长 18.28%，偿还量约 3,645.62 亿元，环比增长 9.36%，净融资额约-158.01 亿元，环比由正转负。

2) 二级市场走势及信用利差：各评级信用债收益率中短端下行、长端上行，信用利差多数走阔

信用债二级市场方面，各评级信用债收益率中短端下行、长端上行，1 年期各评级信用债收益率下行 2.50~3.51bp，3 年期各评级信用债收益率下行 0.71~3.71bp，5 年期各评级信用债收益率上行 0.41~3.41bp。

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	2.769	19.20%	-2.50
信用债(AAA):3 年	3.103	20.00%	-0.72
信用债(AAA):5 年	3.342	15.20%	3.41
信用债(AA+):1 年	2.877	16.50%	-3.51
信用债(AA+):3 年	3.222	14.70%	-3.71
信用债(AA+):5 年	3.585	14.70%	0.41
信用债(AA):1 年	2.937	10.60%	-2.51
信用债(AA):3 年	3.662	16.40%	-0.71
信用债(AA):5 年	4.045	12.40%	0.41

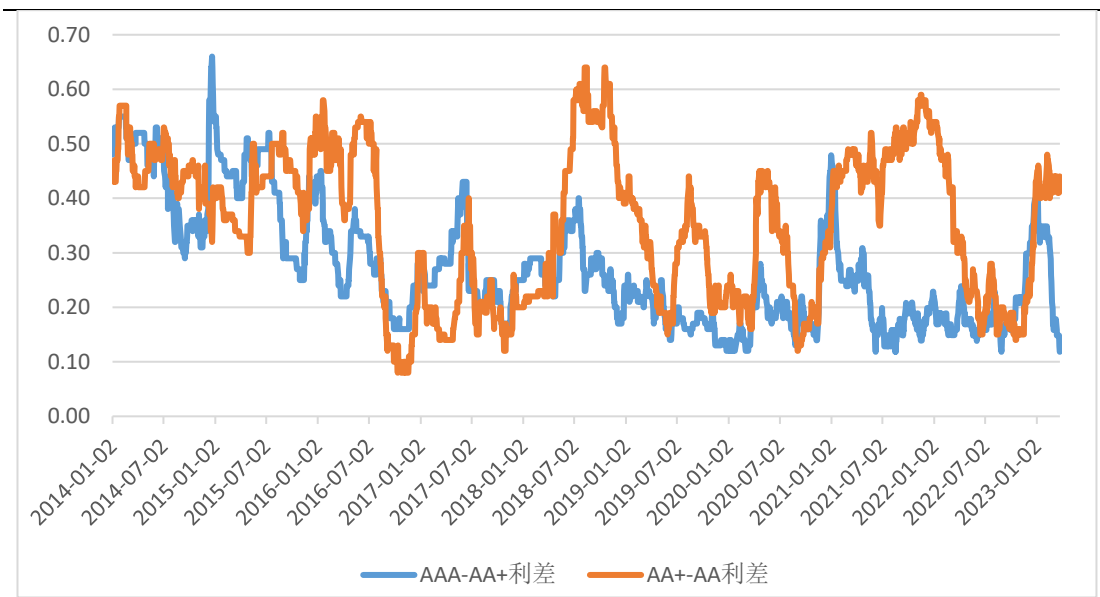
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

信用利差方面，以同期限中短票收益率-国开债收益率测算信用利差，各评级信用利差短端和长端走阔、中端收窄，1 年期各评级信用利差走阔 0.29~1.30bp，3 年期各评级信用利差收窄 1.43~4.43bp，5 年期各评级信用利差走阔 0.42~3.42bp。

期限利差方面，AAA 级、AA 级 3Y-1Y 利差分别走阔 1.78bp、1.80bp，AA+级 3Y-1Y 利差收窄 0.20bp，AAA 级、AA+级、AA 级 5Y-3Y 利差分别走阔 4.13bp、4.12bp、1.12bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差较上周收窄 3bp 至 12bp，AA 与 AA+之间的利差较上周走阔 3bp 至 44bp。

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： A 股市场持续震荡

上证综指最终报收 3265.65 点，较上周略有反弹。同期深证成指上涨 3.16%，创业板指上涨 3.34%。量能方面，沪指在本周的五天中成交量成下行状态。上证指数成交量 16.16 亿，深证成指成交量 21.88 亿，较上周均略有增长。

北上资金，本周合计入 109.50 亿元。上证 50 上涨 0.94%，沪深 300 上涨 1.72%，中证 500 上涨 2.05%，创业板 50 浮动 0.00%，国证 2000 上涨 2.00%。

本周五个交易日，30 个中信一级行业中有 22 个上涨，8 个下跌，其中传媒、计算机、电子领涨 10.48%、6.88%、6.80%；钢铁、建筑领跌 3.24%、2.15%。沪深大盘有涨有跌，涨跌幅度不同，总体涨大于跌。从目前看，市场情绪不乐观，在宏观经济基本面向好，资金流动性宽松，投资者期待春季行情的多重利好支持下，期待股市大反弹空间。

权益市场展望：

加息临近终点，未来或是“滞胀”。美联储 3 月加息 25 个基点，符合我们的预期。货币政策声明暗示加息临近终点，近期发生的银行业风波让未来进一步加息的必要性下降。但由于通胀有韧性，降息也不会很快到来，联储对于利率在高位停留较久（high for longer）的指引犹在。总体上，美联储认为年初以来强于预期的经济数据与最近发生的银行风波大致“功过相抵”，既不需要再加息太多，也没必要很快降息，最好先观望一下。相比于美联储的“淡定”，市场并不认可，投资者认为美联储低估了本轮银行业风波的潜在影响，进而计

入了更多降息预期。我们认为，银行业风波是需求冲击，对经济增长和通胀都会产生抑制作用，但考虑到美国还面临许多供给约束，这会降低需求冲击对通胀的影响，最终结果更可能是“滞胀”格局。历史表明“滞胀”环境对股票、债券、本币汇率都不友好，金融资产估值也将承压。

港股高股息国企投资价值分析。近日港股高股息标的、尤其是相关央国企持续受市场关注，我们认为这与探索建立中国特色估值体系方向下的国企改革预期升温有关。一般意义上，高股息投资价值可归纳为类似永续债的稳定回报、抗波动的防御属性，以及港股高股息因联系汇率制度特有的汇率对冲效果。当前，港股央国企与高股息可以作为一个结合点，通过提高派息率起到提升 ROE、实现股东回报和价值发现等多重效果。

关注海外金融风险蔓延可能。当前欧元区及美国 M2 增速均处于下行区间，反映银行派生的明显收缩。美国方面，美联储维持年内不降息的立场，流动性收紧压力下或有更多脆弱部分暴露风险。硅谷银行虽因其负债端客户主要集中于易受加息周期负面影响的初创企业而具有一定的特殊性，但我们认为它更像是冬日冰面最薄的部分，其他金融机构在持续加息压力下也普遍存在借短买长经营模式盈利转负及负债端融资成本过高引发的流动性风险。美国银行体系里中小型银行整体存、贷款规模不容小觑，根据 FDIC 提供的数据测算，截至 2022 年四季度，美国中小型银行（资产规模小于等于 \$250B 的银行）持有美国全部存款、贷款的比例分别为 45.19%，55.2%，若爆发金融风险影响或较大。欧洲方面，瑞信是全球系统重要性银行之一，规模体量较美国中小型银行更大，与其他金融机构关联度更高，瑞信危机余震持续引发市场震荡。瑞信作为全球系统性重要银行，与全球金融系统其它银行关联度较高，业务复杂程度较高，若其风险长期无法消解，将会为全球资本市场带来较大冲击。

关注紧缩后周期中的全球金融风险。续紧缩性货币政策下，全球流动性危机显现，近期银行体系频频暴雷。美国方面，当地时间 3 月 10 日，恐慌性挤兑导致拥有超 2000 亿美元资产的美国硅谷银行（Silicon Valley Bank）在 48 小时之内倒闭。导致硅谷银行出现流动性危机并最终破产的核心原因是美联储急速加息引发的流动性危机。2022 年持续大幅加息背景下市场风险偏好下降，纳斯达克指数回调，传导至 IPO 市场导致企业融资困难。IPO 市场的不景气导致众多高科技初创企业不得不从硅谷银行持续抽走大量存款支持自身业务运营，导致负债端结构相对单一的硅谷银行存款流失严重。为匹配负债方收缩银行被迫亏损交易，持续加息使

资产端的国债、MBS 债券形成账面浮亏，短端利率高企的背景下借贷成本较高，为缓解流动性压力硅谷银行只得出售资产导致账面亏损变为实际亏损，最终引起恐慌导致疯狂挤兑引发破产。欧洲方面，源于市场对瑞士信贷负利润状态可能导致的流动性枯竭和偿付能力的担忧，瑞信 5 年期 CDS 自 2022 年中异常抬升。3 月 14 日瑞信在年报中表示管理高层发现报告程序内部风险管理存在重大漏洞，3 月 15 日瑞信最大股东沙特国家银行表示“无法提供更多财务援助”重创市场对瑞信的预期，叠加美国银行业风波进一步向欧洲扩散，市场对危机蔓延的恐慌情绪加剧，瑞信 5 年期 CDS 一路飙升本周突破 1000bp。当前欧元区杠杆虽较 2020 年有所缓解，但仍处于较高位。3 月 16 日欧洲央行加息 50bp，杠杆高企在当今紧缩的货币政策下，将催使债务压力中的欧洲暴露更多的脆弱性。16 日瑞信表示计划通过一个担保贷款项目向瑞士央行借款至多 500 亿瑞郎，未来瑞信如何应对流动性收紧和资产价格波动的压力仍然值得关注。

紧缩后周期下需警惕全球金融风险，配置上建议向“安全”与“科技”等政策重点扶持的领域倾斜，从二者结合的角度来看，利好军工、电子、计算机等赛道。国防军工方面，中国特色估值体系下，军工央企重估空间或较大，建议关注相关龙头企业。电子方面，CPU、GPU、操作系统、工业软件等长坡厚雪的赛道具有良好发展前景。先进制造方面，数字基础设施、基础软件、国产平台及应用软件、大数据及 AI 等创新技术服务商、网络及数据安全相关领域增长空间或较大。

3.2 美元指数分析：FOMC 决议显示加息周期可能接近尾声，美元指数本周走弱

本周美元指数报 103.1060，较上周下跌 0.7577。本周三美联储召开 3 月份 FOMC 会议，会上美联储加息 0.25bp，基本符合市场预期。在声明中美联储删除了“持续加息是适宜的”措辞，改为“一些额外的政策紧缩可能是适当的”。会后的点阵图显示未来美联储可能仍存一次加息，并且有可能更早进入降息周期。决议公布后，美元指数及美债收益率走低，但美股维持下行。本周五美联储鹰派委员布拉德称将美国 2023 年的利率预期进一步提高，认为美国经济强劲，银行压力很可能缓解。受鹰派发言影响，本周五美元指数有所反弹，一周仍维持下跌。

本次 FOMC 会议决议上美联储对于未来加息的表述有所改变，结合点阵图来看，本次美国加息周期可能已经接近高点。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, 信用风险集中爆发

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。

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

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