宏观经济

专题报告

申港证券股份有限公司证券研究报告

2021 年流动性会更像历史上哪个时段？

——宏观策略周报

申港证券 SHENGANG SECURITIES

2021 年 04 月 05 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

投资摘要：

2020 与 2009 年，在宏观环境、信用环境、物价水平、宏观杠杆率上，都有很多类似之处。本篇报告参考 2010 年预测 2021 年的流动性走势及货币与信用周期组合。

- **宏观经济环境上，2008 年 Q3 国际金融危机冲击经济 VS 2020 年 Q1 突发新冠疫情。**为应对全球范围内金融危机的冲击，中国在 2008 年末出台了进一步扩内需，促进经济平稳较快增长的“四万亿刺激计划”。GDP 同比增长于 2009 年一季度见底反弹，并于 2010 年一季度达到峰值。2020 年，由于新冠疫情的到来，2 月经济运行几乎停滞，一季度 GDP 同比增长为-6.8%，处于四十年以来的最低值。后经济逐步修复，预计一季度 GDP 达峰值。
- **货币与信用环境上，均先松后回落。**为应对全球范围内金融危机的冲击，中国在 2008 年末出台了“四万亿刺激计划”及降息等宽松政策，M2 从 2008 年 11 月的 14.80%迅速飙升，在 2009 年 11 月达到峰值（29.74%），后开始回落。2020 年 2 月开始，央行开展中期借贷便利（MLF），增加再贷款再贴现专用额度，下调支农、支小再贷款利率，定向降准，降息等一系列操作，广义货币供给量 M2 从 2 月开始上升显著，11 月开始逐步回落。
- **物价水平上，CPI 走势不同，PPI 均处于上升区间。**由于我国 CPI 更多受猪肉等食品项影响，因而，生产端 PPI 代表物价水平重要意义上升。从历史上看，货币政策的操作也与 PPI 的走势相关性更高。因此，仅从 PPI 的走势来看，2020 年与 2009 年整体相似。
- **宏观杠杆率上，两次实体杠杆率均急速攀升。**主要加杠杆的部门均为非金融企业部门加杠杆最大，经济冲击后第一个季度上升幅度最大。

可以类比 2010 年合理推测 2021 年的货币与信用周期。

- **2010 年“紧货币+紧信用”。2010 年全年货币政策紧缩，5 次升准。**2010 年社融规模同比增长 27%，较 2009 年的 34.8%收窄明显，可认为“紧信用”。
- **预计 2021 上半年为“稳货币+紧信用”，下半年或进入“紧货币+紧信用”周期。**预计上半年狭义流动性依旧平稳，呈现“稳货币”，下半年“紧货币”，央行更可能以短期利率与中期利率微调等方式对流动性进行调节。2021 年 2 月 M2 为 10.1%，重新回到去年 12 月水平，预计后续平稳回落。PPI 上升仍然迅猛，预计二季度达到峰值。3 月 24 日，央行一季度货币政策例会删除了前次例会中的“不急转弯”，即经济韧性下，“转弯”的可能性上升。
- **宏观杠杆率高企，2021 年信用逐步收紧。**2021 年，宏观杠杆率整体偏高，控制杠杆率特别是居民部门杠杆率成为全年的“稳杠杆”的重中之重。

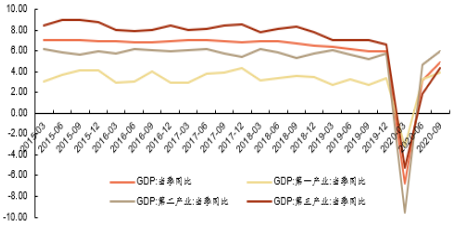
投资策略：关注流动性超预期收紧对股市的不利影响。

风险提示：货币政策超预期收紧、经济及企业盈利修复弱于预期等。

2021 年中国主要经济指标预测

指标	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E
实际 GDP	6.90	6.70	6.10	1.60	9.00
名义固定资产投资	7.20	5.90	5.40	2.90	6.50
名义社会零售总额	9.40	8.16	8.00	-3.5	13.00
CPI	1.56	2.10	2.90	2.50	1.20
PPI	6.31	3.54	-0.32	-1.50	1.50

GDP 及三个产业季度累计增幅



资料来源：WIND

相关报告

1、《生产出口仍强 消费偏弱：1-2 月经济数据点评》2021-03-17

2、《音乐要停了吗：——当前宏观与市场交易的矛盾》2021-03-01

3、《社融继续回落 “弯”继续转：1 月金融数据与四季度货币政策执行报告点评》2021-02-21

4、《PPI 有望继续上扬 政策与债券市场将如何反应：——宏观策略周报》2021-01-31

5、《工业继续向上 消费修复趋缓：12 月经济数据点评》2021-01-20

顺差对 GDP 贡献度	0.6	-0.60	0.70	0.25	0.10
利率（1 年期存款）	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
汇率	6.59	6.89	7.01	6.50	6.20

资料来源：申港证券研究所

内容目录

1. 流动性收紧节奏与幅度是全年市场关注焦点 3
1.1 2020 与 2009 的相似之处 3
1.2 GDP 增速均先见底再逐步爬坑 4
1.3 两轮 M2 上升周期为 9-12 个月 后开始回落 5
1.4 两次社融规模全年基本持续走高 可认为宽信用周期 5
1.5 物价水平上 CPI 走势不同 PPI 均处于上升区间 6
1.5.1 2009 年与 2020 年 CPI 走势不同 6
1.5.2 PPI 均处于上升期间 年末由负转正 7
1.6 宏观杠杆率全年偏高 加杠杆节奏类似 8
1.6.1 两次实体杠杆率均急速攀升 8
1.6.2 非金融企业部门加杠杆最大 主要发生在第一季度 8
1.6.3 房贷增长拉动居民杠杆率攀升 9
2. 2021 或于下半年进入“紧货币、紧信用”周期 9

图表目录

图 1： 1 月下旬，随 R007、DR007 的不断走高，市场的情绪受流动性预期的影响达到了极致 3
图 2： GDP 当季同比 4
图 3： 两轮 M2 上升周期为 9-12 个月 5
图 4： 社会融资规模存量 6
图 5： CPI 6
图 6： PPI 7
图 7： 宏观杠杆率 8
图 8： 分部门宏观杠杆率 9

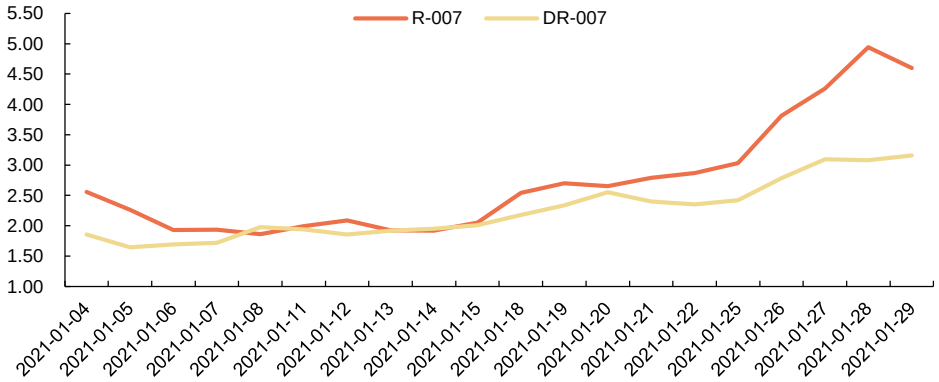
表 1：2010 年与 2021 年货币与信用组合 10

1. 流动性收紧节奏与幅度是全年市场关注焦点

2020 与 2009 年，在宏观环境、信用环境、物价水平上，都有很多类似之处。本篇报告参考 2010 年预测 2021 年的流动性走势及货币周期组合。“流动性”在 2021 初成为关键词，尤其进入 1 月下旬，随着 R007、DR007 的不断走高，市场的情绪受流动性预期的影响达到了极致。

- 1 月 15 日，央行货币政策司司长陈雨露表示:“坚持稳字当头、不急转弯。保持对经济恢复必要支持力度。”
- 1 月 26 日，央行相关负责人表示:“有些领域的泡沫已经显现，不可能与货币无关。另外，最近上海、深圳等地房价涨得不少，这些都与流动性和杠杆率的变化有关。未来这种情况是否会加剧，取决于今年货币政策要不要进行适度的转向，如果不转向，这些问题肯定会继续，会导致中长期更大的经济、金融风险。”

图1：1 月下旬，随 R007、DR007 的不断走高，市场的情绪受流动性预期的影响达到了极致



资料来源：Wind，申港证券研究所

- 3 月 2 日，银保监会主席郭树清也表示：房地产是金融风险最大的“灰犀牛”，贷款利率后续可能回升。**货币政策何时转弯，流动性未来走势如何，依旧是目前市场关注的焦点。**
- 3 月 24 日，央行一季度货币政策例会相比四季度货币政策例会，值得一提的是增加了“国内经济积极因素明显增多”、删除了“保持对经济恢复的必要支持力度”，并删除了“不急转弯”，前者肯定了经济修复的积极韧性，**后者则体现了“转弯”的可能性上升。**

1.1 2020 与 2009 的相似之处

2020 与 2009 年，在宏观经济环境、货币与信用环境、物价水平、宏观杠杆率上，都有很多类似之处。

- **宏观经济环境上，2008 年 Q3 国际金融危机冲击经济 VS 2020 年 Q1 突发新冠疫情。**为应对全球范围内金融危机的冲击，中国在 2008 年末出台了进一步扩内需，促进经济平稳较快增长的“四万亿刺激计划”。GDP 同比增长于 2009 年一季度见底反弹，并于 2010 年一季度达到峰值。2020 年，由于新冠疫情的到来，2 月经济运行几乎停滞，一季度 GDP 同比增长为-6.8%，处于四十年以来的最低值。后经济逐步修复，预计 2021 一季度 GDP 会达峰值。

- **货币与信用环境上，均先松后回落。**为应对全球范围内金融危机的冲击，中国在2008年末出台了“四万亿刺激计划”及降息等宽松政策，M2从2008年11月的14.80%迅速飙升，在2009年11月达到峰值（29.74%），后开始回落。2020年2月开始，央行开展中期借贷便利（MLF），增加再贷款再贴现专用额度，下调支农、支小再贷款利率，定向降准，降息等一系列操作，广义货币供给量M2从2月开始上升显著，11月开始逐步回落。

- **物价水平上，CPI走势不同，PPI均处于上升区间。**由于我国CPI更多受猪肉等食品项影响，因而，生产端PPI代表物价水平重要意义上升。从历史上看，货币政策的操作也与PPI的走势相关性更高。因此，仅从PPI的走势来看，2020年与2009年整体相似。

- **宏观杠杆率上，两次实体杠杆率均急速攀升。**主要加杠杆的部门均为非金融企业部门加杠杆最大，经济冲击后第一个季度上升幅度最大。

1.2 GDP增速均先见底再逐步爬坑

宏观经济环境上，2008年Q3国际金融危机冲击经济 VS 2020年Q1突发新冠疫情。

- 2008年前后，主要受国际金融危机影响，GDP同比增速一路下降，在08年第三季度也从两位数的增长回归到个位数的增长。中国在08年11月出台了进一步扩大内需，促进经济平稳较快增长的“四万亿刺激计划”，效果显著。**GDP同比增长数据于2009年一季度见底(6.4%)反弹，并于2010年一季度达到峰值(12.2%)。**由于同期，PPI和CPI持续走高，央行升准，紧货币周期开启，GDP开始下行。

- **2021一季度GDP将达峰值，峰值定位与2010年一季度可比。**2020年，由于新冠疫情的到来，2月经济运行几乎停滞，一季度GDP同比增长为-6.8%，处于四十年以来的最低值。2020年2月，央行开展中期借贷便利（MLF），增加再贷款再贴现专用额度5000亿元，并下调支农、支小再贷款利率，仅在2月3日一天通过公开市场逆回购便投放了1.2万亿资金；3月开展MLF，并实施定向降准；4月开展MLF的同时，进行降息。大量的货币宽松使得经济企稳，GDP同比数据在二季度由负转正（3.2%），并逐季上升。

图2：GDP当季同比



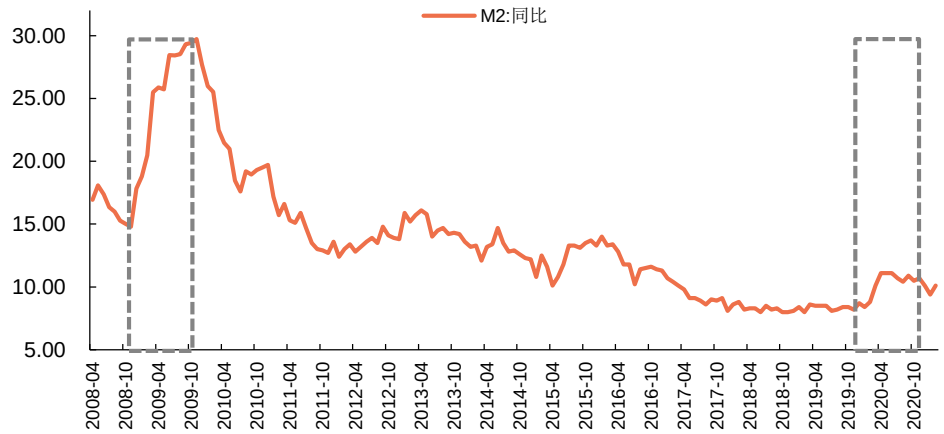
资料来源：Wind，申港证券研究所

1.3 两轮 M2 上升周期为 9-12 个月 后开始回落

2009 年 1-10 月可看作“宽货币”周期，11-12 月为“稳货币”。M2 为广义货币供给，多用来衡量货币供应量。2008 年 11 月，受金融危机影响，中国政府采取“救市”措施，“四万亿刺激计划”以及降息等宽松政策，导致 M2 从 2008 年 11 月的 14.80%迅速飙升，在 2009 年 11 月达到峰值（29.74%），后开始回落。2010 年 1 月，央行升准，M2 进入下降区间。因此，2009 年 1-10 月可看作“宽货币”周期，11-12 月为“稳货币”。

2020 年 1-10 月可看作“宽货币”周期，11 月至今可看作“稳货币”周期，与 2009 年大体相似。2020 年，1 月央行降准。新冠疫情到来后，央行与财政部均采取宽松政策，广义货币供给量 M2 从 2 月的 8.80%开始上升，在 3 月达到 10.10%，时隔 3 年重回两位数的月度同比增长。随后的 4、5、6 月达到峰值 11.10%，后数据虽有下滑，但仍有反弹迹象。直到 2020 年 11 月（10.70%），开始逐步回落，2021 年 1 月回到个位数（9.4%）增长。因此，2020 年 1-10 月可看作“宽货币”周期，11 月至今可看作“稳货币”周期，与 2009 年大体相似。

图3：两轮 M2 上升周期为 9-12 个月



资料来源：Wind，申港证券研究所

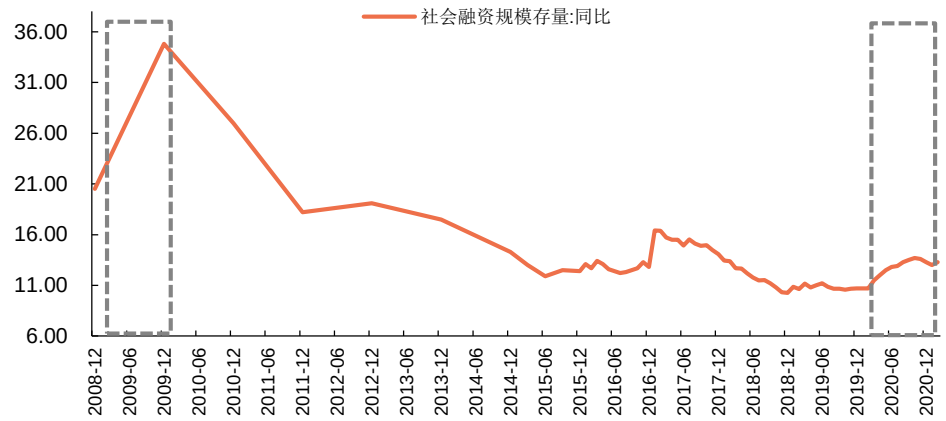
1.4 两次社融规模全年基本持续走高 可认为宽信用周期

2009 年，社会融资规模存量同比达到 34.80%，为近 20 年来最高值，“宽信用”周期。随着 2008 年全球金融危机爆发，我国在 2008 年 11 月实施了“四万亿刺激计划”，货币供应量增加的同时，也大幅度提高了融资规模。随着经济在 09 年一季度见底反弹，社会融资规模量从 2010 年开始下降。2008 年社融规模同比为 20.50%，2010 年社融规模为 27%，相比之下 2009 年 34.80%的社融同比增长可以看作为“宽信用”周期。

2020 全年“宽信用”周期。2 月至 10 月社融同比持续上升，全年来看，人民币贷款、政府债券、企业债券余额增速较往年同期增速更高。2020 年初，随着宽松货币政策与财政政策的发力，积极响应“六稳”“六保”政策要求，加大了逆周期调节力

度，且采取中小微企业贷款延期还本付息和普惠小微信用贷款支持两项政策。社融规模同比从 2 月的 10.7%开始发力上升，到 2020 年 10 月达到峰值（13.70%），后开始回落。具体数据上，政府债券和企业债券余额增速较高，分别为 22.1%和 17.2%；其次为人民币贷款和股票，增速分别为 13.2%和 12.1%。**可以认为 2020 全年处于“宽信用”周期，与 2009 年大体相似。**

图4：社会融资规模存量



资料来源：Wind，申港证券研究所

1.5 物价水平上 CPI 走势不同 PPI 均处于上升区间

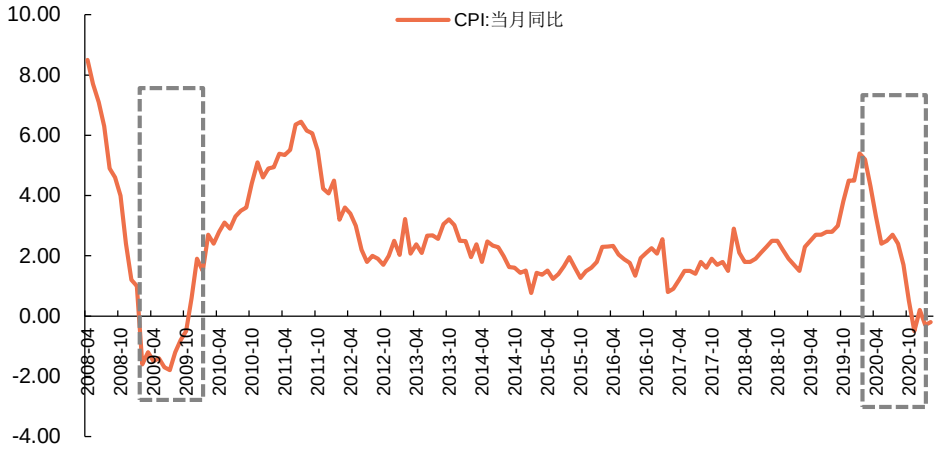
1.5.1 2009 年与 2020 年 CPI 走势不同

CPI 反映居民消费端社会产品和服务项目的最终价格。两轮由于猪周期节奏不同，走势不同。

2009 年，由于全球金融危机，上半年中国经济进入通缩，CPI 指数全年基本为负，CPI 的负增长与大宗商品价格下降，导致部分消费品成本下降；食品、猪肉由于供应增加导致价格下降；以及受全球金融危机的影响，需求发生变化等因素有关。随 2009 年二季度 GDP 回升，中国经济开始复苏，CPI 持续上升，11 月由负转正。

2020 年初，由于猪周期及疫情等因素，CPI 处于高位，1 月 2 月均超过 5%，分别为 5.38%和 5.17%。随着复工复产，各消费品供应量增加，叠加国家投放储备猪肉，猪肉价格下降，CPI 开始走低，2020 年 11 月由正转负，与 2009 年大体相反。

图5：CPI



资料来源：Wind，申港证券研究所

1.5.2 PPI 均处于上升期间 年末由负转正

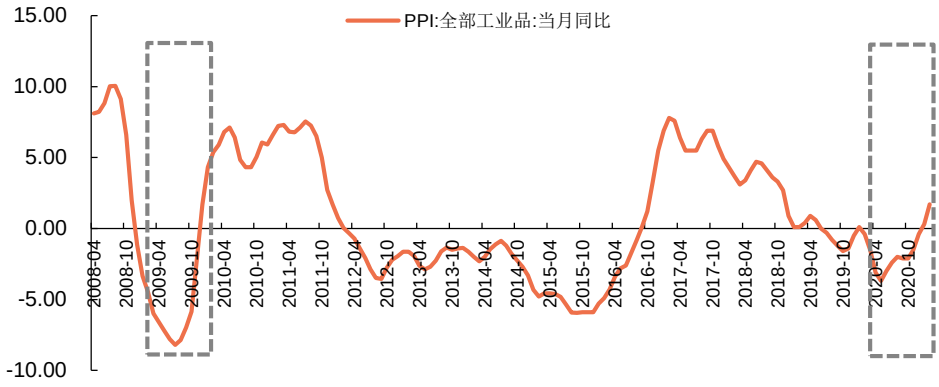
PPI 反映生产端全部工业产品第一次出厂时价格的变化程度和变化幅度。两轮均处上升周期。

2009 年 PPI 处在上升周期。2009 年初受全球金融危机影响，中国经济进入通缩时期，2009 年 7 月，我国 PPI 月度同比数据达到低谷-8.22%。后由于“四万亿刺激”等一系列超宽松政策，PPI 触底反弹，一路回升，于 2009 年 12 月由负转正(1.7%)。2009 全年 PPI 除 12 月外均处于负区间。

PPI 的走势来看，2020 年与 2009 年整体相似。2020 年初，受新冠疫情影响，停工停产，我国 PPI 月度同比数据于 2 月由正转负（-0.4%），并于 5 月达到低谷（-3.7%）。随后，由于上半年超宽松的财政与货币政策（央行仅在 2 月 3 日、4 日两天超预期投放 1.7 万亿元流动性），以及我国疫情逐步控制，复工复产展开，PPI 开始回升，并于 2021 年 1 月由负转正（0.3%）。2020 年全年 PPI 除 1 月短暂转正外均处于负区间，于 2009 年大体类似。

由于我国 CPI 更多受猪肉等食品项影响，因而，生产端 PPI 代表物价水平重要意义上升。从历史上看，货币政策的操作也与 PPI 的走势相关性更高（可参见《PPI 有望继续上扬 政策与债券市场将如何反应》）。因此，仅从 PPI 的走势来看，2020 年与 2009 年整体相似。

图6：PPI



资料来源：Wind，申港证券研究所

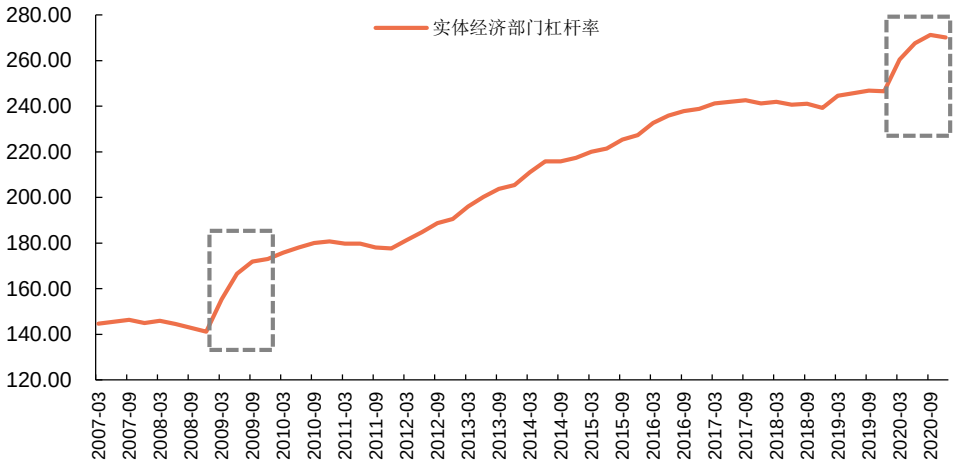
1.6 宏观杠杆率全年偏高 加杠杆节奏类似

1.6.1 两次实体杠杆率均急速攀升

2009 年，宏观杠杆率全年上升 31.56%，上半年增长明显，下半年有所回落。由于超宽松货币政策导致的天量 M2 以及 20 年来最高的社融，2020 年我国宏观杠杆率全年增长 31.56%，前两个季度分别上升 14.2%与 11.2%，后两个季度增量有所回落。2009 全年债务规模大幅扩张。

2020 年，宏观杠杆率上升 23.6%，上半年增长明显，四季度开始去杠杆，全年与 2009 年大体相似。2020 年我国宏观杠杆率从 2019 年末的 246.5%攀升至 270.1%，增幅为 23.6%，前两个季度分别上升 13.9%与 7.2%，一季度增幅是仅次于 2009 年以来的次高点。四季度增幅为负（-1.1%），已经开始呈现去杠杆的态势。但从全年来看，实体经济杠杆率攀升依然较快，与 2009 年大体相似。

图7：宏观杠杆率



资料来源：Wind，申港证券研究所

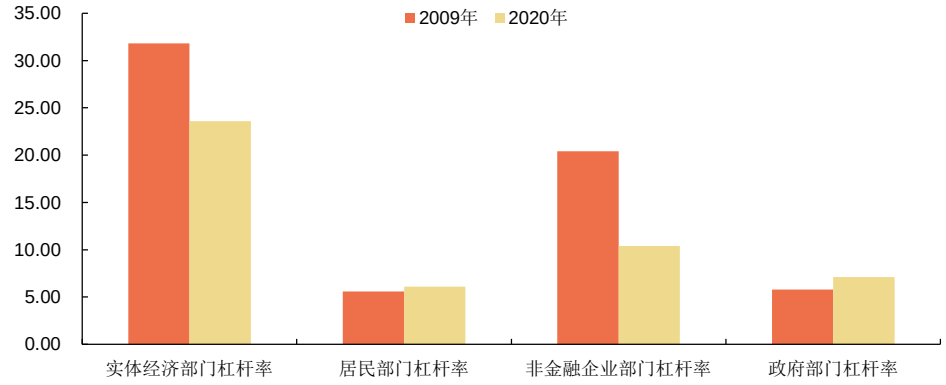
1.6.2 非金融企业部门加杠杆最大 主要发生在第一季度

分部门来看，在 2020 年杠杆率 23.6%的增幅中，企业部门上升了 10.4%，贡献了主要力量。2020 全年，非金融企业部门杠杆率上升了 10.4%，从 2019 年末的 151.9%增长至 162.3%。一季度企业部门杠杆率上升 9.9%，为全年杠杆率拉动最大。四季

度杠杆率上升-1.7%，呈现去杠杆态势。

2009 年，非金融企业部门杠杆率上升 20.25%，同样贡献最大。一季度上升 12.18%，增幅超过全年一半水平，四季度上升-0.8%，同样呈现去杠杆态势。

图8：分部门宏观杠杆率



资料来源：Wind，申港证券研究所

1.6.3 房贷增长拉动居民杠杆率攀升

2020 年居民部门与政府部门杠杆率上升幅度均超 2009 年，房贷增长拉动居民杠杆率攀升。2009 年居民部门与政府部门杠杆率分别上升 5.57%与 5.74%，相较于 2008 年同样增幅较大。2020 年居民部门与政府部门杠杆率分别上升 6.4%与 7.3%，均超过 2009 年的水平，其中政府部门杠杆率增幅达历史最高。居民部门杠杆率增幅较大主要是受房地产市场影响，主要是住房按揭贷款，占全部居民贷款的 65%。

2. 2021 或于下半年进入“紧货币、紧信用”周期

经过对比，我们可以发现 2020 与 2009 年有着很多相似之处。尽管两次经济冲击内因有所差别，两次冲击与扶助部门也有所区别，但经济本身周期性下，可以类比 2010 年合理推测 2021 年的货币与信用周期。

2010 年“紧货币+紧信用”。

- **2010 年全年货币政策紧缩，5 次升准。**2010 年开年升准，PPI 增长势头迅猛，M2 持续回落，且于 7 月到达最低点，随后上下震荡。2010 年全年货币政策紧缩，5 次升准。全年可认为“紧货币”。
- **2010 年社融规模同比增长 27%，较 2009 年的 34.8%收窄明显，可认为“紧信用”。**

预计 2021 上半年为“稳货币+紧信用”，下半年或进入“紧货币+紧信用”周期。

- **预计上半年狭义流动性依旧平稳，呈现“稳货币”，下半年“紧货币”，央行更可能以短期利率与中期利率微调等方式对流动性进行调节。**2021 年 2 月 M2 为 10.1%，重新回到去年 12 月水平，财政支出的增加支撑了 M2 的上升，预计后续

平稳回落。从通胀来看，PPI 上升仍然迅猛，2 月达到 1.7%，预计二季度达到峰值。3 月 24 日，央行一季度货币政策例会删除了四季度货币政策例会中的“不急转弯”，即在经济修复积极韧性的支撑下，“转弯”的可能性上升。

- **宏观杠杆率高企，2021 年信用将逐步收紧。**2021 年，宏观杠杆率整体偏高，控制杠杆率特别是居民部门杠杆率成为全年的“稳杠杆”的重中之重。另外，房地产依然是金融市场最大的灰犀牛，影子银行、地方债任务依然艰巨，融资类信托、非标项目、信用债违约等问题依然处于监管之下。预计 2021 年呈现“紧信用”态势。

表 1：2010 年与 2021 年货币与信用组合

2009-2010											
	2008 Q4	2009 Q1	2009 Q2	2009 Q3	2009 Q4	2010Q1			2010 Q2	2010 Q3	2010 Q4
						2010.1	2010.2	2010.3	2010.4		
GDP	7.1	6.4（低点）	8.2	10.6	11.9	12.2（峰值）			10.8	9.9	9.9
M2	14.8（降息+四万亿）				峰值（29.74）回落	25.98（升准）	25.2（升准）	22.5	21.48 降至 18.46（一次升准）	17.6 升至 19	19 左右（多次加息升准）
	宽货币				11 月开始稳货币	紧货币					
社融	全年 20.50%	2009 全年 34.8%				2010 全年 27%					
		宽信用				紧信用					
PPI					由负转正	4.32	5.39	5.91	峰值（7.13）回落		
宏观杠杆率增长		14.14	11.19	5.18	1.05（全年 31.56%）	2.8			1.27	1.91	0.78（全年较稳）
2020-2021											
		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1			2021Q2	2021Q3	2021Q4
						2021.1					
GDP		-6.8（低点）	3.2	4.9	6.5	预计峰值					
M2		8.8（MLF+再贷款）			峰值（10.7）回落	9.4					
		宽货币			11 月开始稳货币						

社融		10.7			峰值（13.7%）回落	13.0					
		宽信用									
PPI					-1.5	0.3(由负转正)			预计峰值		
宏观杠杆率		13.9	7.2	3.6	—1.1（全年 24.7%）	上半年下行（GDP 高）				下半年或上行（全年或稳定）	

资料来源： *Wind，申港证券研究所*

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上