

金融市场分析周报

(2025.04.28-2025.04.30)

报告摘要

- **PMI:** 美国加征高关税导致外需明显下降，拖累制造业景气度重回萎缩区间。4 月，制造业 PMI 为 49，较 3 月大幅下降 1.5 个百分点；非制造业商务活动指数为 50.4，较 3 月回落 0.4 个百分点。结构看，制造业绝大多数指数回落，其中供给、需求两端明显收缩，4 月生产指数、新订单指数分别大幅下行 2.8 个、2.6 个百分点至 49.8、49.2；非制造业的服务业、建筑业两个主要指数也出现回落，但仍位于荣枯线之上。后续经济景气度的改善主要取决于贸易冲突是否进一步加深以及国内政策力度的预期。
- **资金面分析:** 月末央行净投放，资金市场维持平稳；下周逆回购到期额超万亿，关注央行投放情况。本周央行公开市场累计进行了 11503 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 5045 亿元逆回购到期，因此本周央行公开市场全口径净投放 6458 亿元。月末央行净投放，资金市场维持平稳。下周为 5 月份第一周，跨月及跨假期结束，资金面面临季节性放松趋势。月初往往为财政支出走款时间，4 月份虽非财政大月，但预计财政资金仍将对资金面形成一定补充。本周政府债净融资回落后，下周政府债净融资转负，对于资金面的影响进一步降低。跨月期间央行相应增量投放资金，下周逆回购到期额超万亿，预计将对资金面形成一定影响。
- **利率债:** 整体来看，市场提前定价 PMI 下滑，在 PMI 数据公布前两个交易日 10 年国债活跃券累计下行 3.15bp，数据公布当天再次下行 0.5bp，合计下行 3.65bp。关税对经贸活动的冲击逐步显现，据彭博和 Wind 数据，4 月 21 日至 4 月 27 日中国出发至美国的集装箱量环比下降 28.3%，最新 PMI 新出口订单指数表现疲软。但货币政策对市场

主要数据

上证指数	3316.1135
沪深 300	3808.5424
深证成指	10082.3353

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: fuyyjs@avicsec.com

相关研究报告

金融市场分析周报 —2025-05-05
宏观政策加力提速进一步明确 —2025-04-28
金融市场分析周报 —2025-04-25

流动性呵护明显，本周三个交易日累计净投放 6458 亿。4 月 25 日政治局会议指出：加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。随着政府债供给高峰临近，央行将持续维护流动性充裕，预计宏观政策将在稳增长方向显著加力，接下来货币政策会进一步强化与财政政策的协调配合，更大规模释放中长期流动性。可选的货币政策工具包括降准、加大 MLF 和买断式逆回购操作力度，更大规模释放中长期流动性，也不排除央行恢复在二级市场国债买入操作的可能。总体上看，与前期相比，未来一段时间市场流动性会处于相对宽松状态，债券市场所处环境较为友好。

- **权益市场：本周市场整体表现分化，成长风格表现较强。**上证指数（-0.49%）、深证成指（-0.17%）、沪深 300（-0.43%）表现较弱；科创 50（+0.78%）、创业板指（+0.04%）、中证 500（+0.08%）、中证 1000（+0.18%）表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 0.95%；稳定风格表现较弱，下跌 1.45%。分行业来看，申万一级行业中传媒、计算机、美容护理表现较强，分别上涨 2.69%、2.47%、2.46%；房地产、综合、社会服务表现较弱，分别下跌 3.04%、2.75%、2.63%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 11038.70 亿元，较上周减少 427.66 亿元。展望未来，中美关税相互加码的最差时刻或已经过去，但关税冲突将如何演绎和对中国经济的实际影响仍存在不确定性。二季度既定政策有望提速，内需消费或为对冲政策重点发力方向之一，哑铃风格或将回归，同时建议沿政策发力方向布局。此外，依旧可关注国债、黄金在回调后的配置价值。
- **美元指数分析：本周中美贸易冲突出现缓和迹象，美国就业数据韧性超预期，美元指数本周上行。**本周国际贸易方面出现缓和信号，本周中国商务部称注意到美方表示愿与中方就关税问题进行谈判，中方正在进行评估。本周美国一季度 GDP 公布，其中通胀调整后的美国 GDP 年化下降 0.3%，但抢进口对于 GDP 存在较大拖累。除 GDP 外本周美国就业数据显示出一定韧性，美国 4 月份非农数据新增 17.7 万人，高于市场预期。数据公布后，市场对于美联储降息的预期时间有所后延。其他主要经济体方面，本周日本央行维持利率不变，日本央行行长表

示, 贸易战加大了经济的不确定性, 下次加息的时间降参考关税对于经济的影响。整体来看, 本周中美贸易冲突出现缓和迹象, 美国就业数据韧性超预期, 美元指数本周上行。

风险提示: 货币政策超预期收紧, 经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹, 地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现, 美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

正文目录

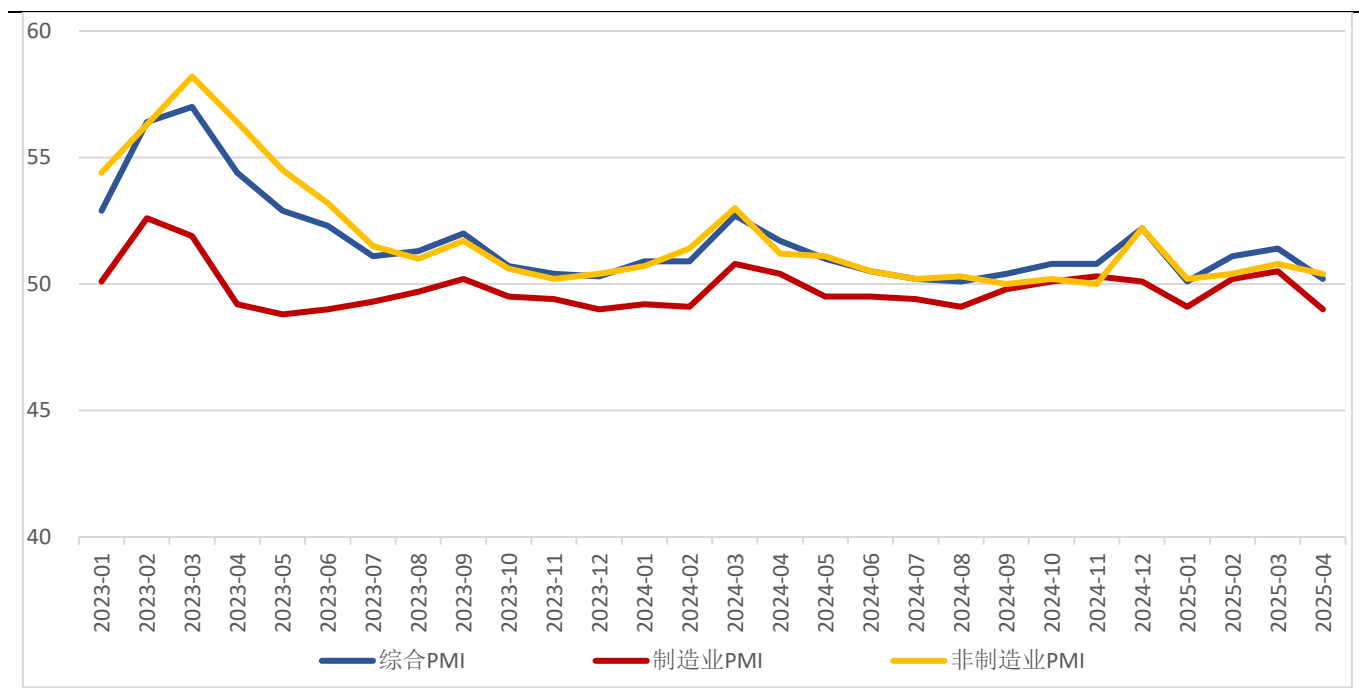
一、 本周重点经济	5
1.1 美国加征高关税导致外需明显下降，拖累制造业景气度重回萎缩区间	5
1.2 一周要闻	6
二、 固定收益市场分析	7
2.1 资金面分析：月末央行净投放，资金市场维持平稳；下周逆回购到期额超万亿，关注央行投放情况	7
2.2 利率债走势分析：央行本周明显呵护跨越流动性，公开市场大额净投放，资金面均衡偏宽松，债市收益率保持下行	9
2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额均环比回落；信用债收益率整体多数下行	11
三、 主要资产价格分析	12
3.1 权益市场分析：二季度国内对冲政策有望提速，沿政策发力方向布局	12
3.2 美元指数分析：本周中美贸易冲突出现缓和迹象，美国就业数据韧性超预期，美元指数本周上行	13

一、 本周重点经济

1.1 美国加征高关税导致外需明显下降，拖累制造业景气度重回萎缩区间

美国新总统上台后利用大幅加征高关税等政策来博取利益或谈判筹码，中国对外出口受此影响较大，出口订单出现大幅下降，叠加国内需求不强，制造业景气度重回收缩区间。4月制造业采购经理指数（PMI）为49，较3月大幅下降1.5个百分点；非制造业商务活动指数为50.4，较3月回落0.4个百分点；综合PMI产出指数下降1.2个百分点至50.2，表明企业生产经营活动扩张态势总体放缓。

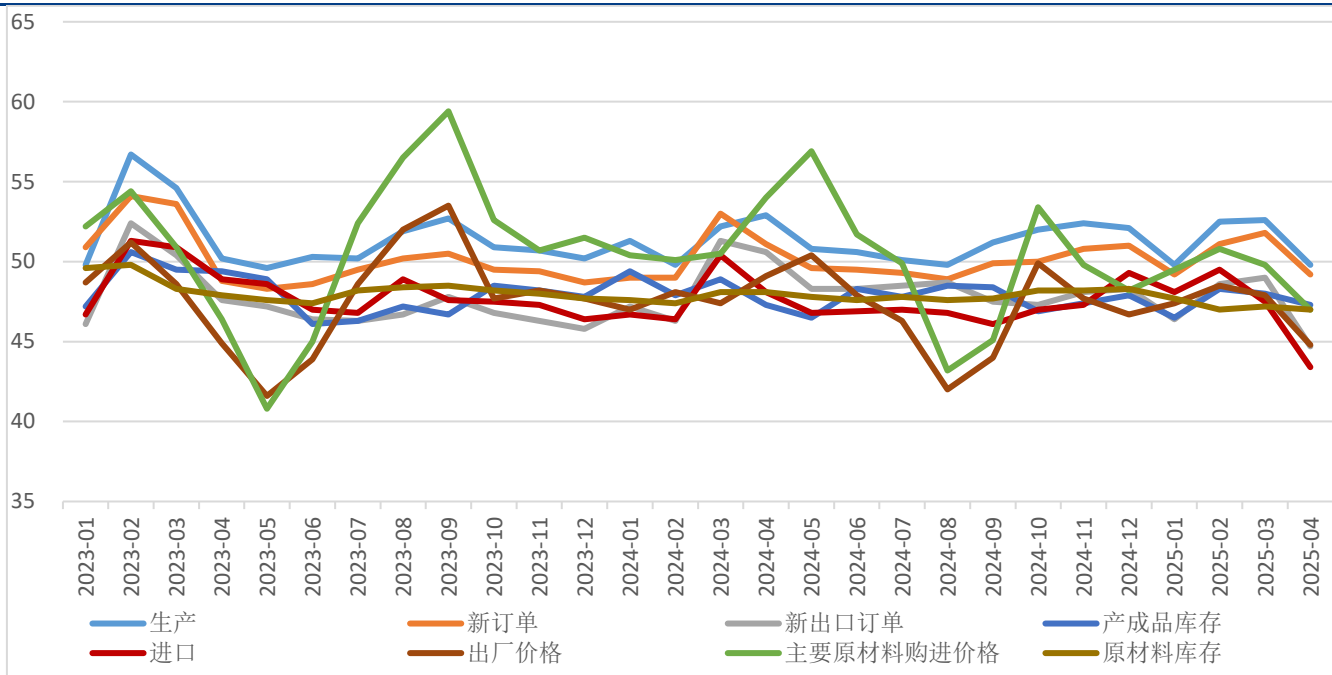
图1：4月制造业和非制造业PMI均放缓，其中制造业重回萎缩区间（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

结构看，制造业大部分 PMI 指数出现回落，其中供需两端均收缩。4月，生产指数、新订单指数分别大幅下行2.8个、2.6个百分点至49.8、49.2，时隔两个月再度降至荣枯线以下，因加征关税和贸易冲突带来的外需走弱对总需求的拖累较大，导致新出口订单指数回落4.3个百分点至44.7，为2023年以来最低，其中装备制造业、高技术制造业的新出口订单指数下降5个百分点以上，基础原材料行业新出口订单指数下降接近5个百分点。供需双弱下，制造业企业开始降薪裁员，4月从业人员指数下行0.3个百分点至47.9，同时企业主要依靠消耗产品库存以满足下月需求，产成品库存指数下降0.7个百分点至47.3。价格指数方面，受需求下降拖累，4月主要原材料购进价格指数下降2.8个百分点至47，企业也利用降价促销应对需求下滑，导致出厂价格指数下降3.1个百分点至44.8。

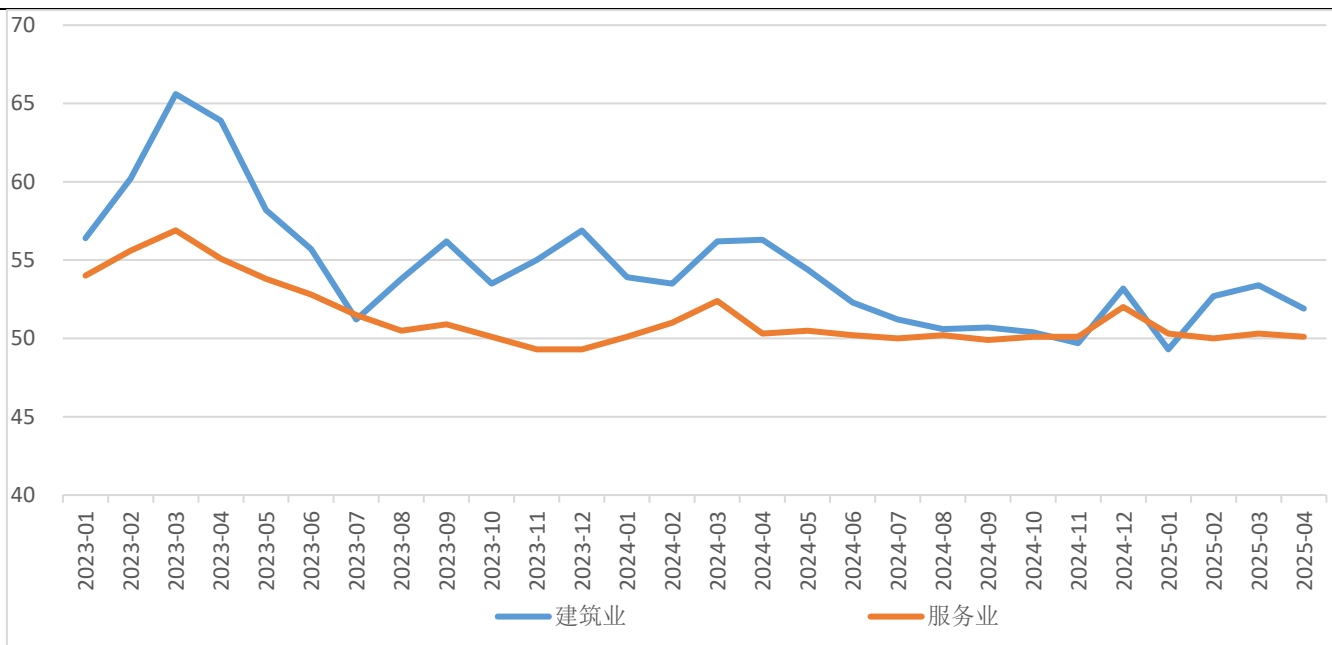
图2：4月大部分制造业指数回落，供需两端均弱（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

非制造业方面，服务业、建筑业两个主要指数均回落，但仍位于荣枯线之上。4月，服务业商务活动指数为50.1，低于3月0.2个百分点，其中水上运输、资本市场服务等行业商务活动指数降至临界点以下；建筑业商务活动指数为51.9，较3月下降1.5个百分点，但土木工程建筑业商务活动指数反而上升6.4个百分点至60.9，表明各地工程项目施工进度有所加快。

图3：4月服务业、建筑业商务活动指数均回落（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

1.2 一周要闻

- 1) 本周中美贸易局势有所变化。本周商务部回应中美经贸对话磋商情况称，中方注意到美方高层多次表态，

表示愿与中方就关税问题进行谈判。同时,美方近期通过相关方面多次主动向中方传递信息,希望与中方谈起来。对此,中方正在进行评估。

2) 本周伯克希尔·哈撒韦年度股东大会在“股神”沃伦·巴菲特的老家美国内布拉斯加州奥马哈举行。巴菲特在股东大会对当前的美国贸易政策表达了不满。他指出,滥用关税工具将带来深远的不良影响,并再次重申自由贸易对全球繁荣的重要意义。其并称,过去一段时间的市场波动真的没什么。从不关注美元收益的短期影响以及其他因素。自建国以来,美国正处于重大的、革命性的变革之中。美国的财政赤字是不可持续的,可能会变得无法控制。对任何国家来说,最大的风险之一就是货币贬值。

二、固定收益市场分析

2.1 资金面分析：月末央行净投放，资金市场维持平稳；下周逆回购到期额超万亿，关注央行投放情况

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净投放 6458 亿元

本周央行公开市场累计进行了 11503 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 5045 亿元逆回购到期，因此本周央行公开市场全口径净投放 6458 亿元。下周央行公开市场将有 16178 亿元逆回购到期，其中周二、周三分别到期 10870 亿元、5308 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	1760	2205	1080	0	0
7 天	2790	3405	5308	0	0
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）	0	0	0	0	0
MLF（回笼）	0	0	0	0	0
国库现金定存	0	0	0	0	0
净投放	1030	1200	4228	0	0

资料来源：Wind、中航证券研究所

资金面的复盘：月末央行净投放，资金市场维持平稳。本周为 4 月份最后一周，叠加跨月后五一假期，资金市场面临一定跨月压力。本周央行维持公开市场净投放，尤其是本周五投放资金超 4000 亿元。央行维持投放下，本周资金面保持平稳，受跨月影响资金价格出现小幅波动。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.8542%，R007 加权平均升至 1.8396%；本周五交易所回购利率 GC001 加权平均升至 1.7160%，GC007 加权平均升至 1.8140%。

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	1.6184	1.5864	1.8542		
	R007	1.7862	1.8116	1.8396		
	R014	1.7879	1.7967	1.8035		
	R021	1.7879	1.8007	1.8348		
	R1M	1.7778	1.7698	1.7183		
上交所协议回购	206001	2.0510	2.1440			
	206007	2.2420	2.1210	2.1040		
	206014	2.1880	2.3460	2.5490		
	206021	3.2220	3.9030	4.7980		
	206030	2.8250	3.3820	3.7240		
利率互换定盘: 1Y	FR007	1.5112	1.5171	1.5235		

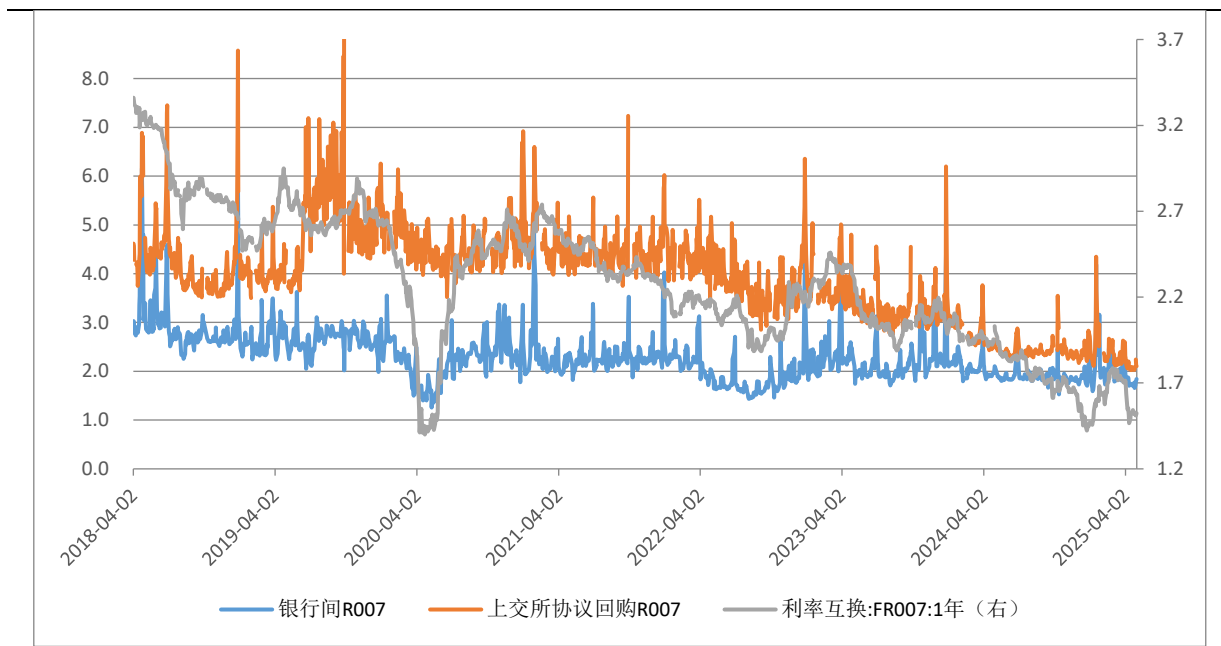
资料来源: Wind、中航证券研究所

2) 资金面的展望: 下周税期叠加政府债融资额走高, 关注央行流动性投放

今日中共中央政治局会议 4 月份召开, 会议提出: 用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策……适时降准降息, 保持流动性充裕, 加力支持实体经济。创设新的结构性货币政策工具……。整体来看, 当前经济仍处于复苏阶段, 金融数据恢复持续性仍有待观察, 实体经济融资需求有待增强, 同时中美贸易摩擦持续, 未来经济不确定性增大, 人民日报发文提及降准降息, 预计后续货币政策仍将维持宽松态势。上月央行 MLF 操作规则有所调整, 采用多标位中标的形式, 不再有统一的中标利率, 其资金价格指导意义进一步淡化, 更多偏向于流动性管理工具, 有利于降低银行负债成本。

下周为 5 月份第一周, 跨月及跨假期结束, 资金面面临季节性放松趋势。月初往往为财政支出走款时间, 4 月份虽非财政大月, 但预计财政资金仍将对资金面形成一定补充。本周政府债净融资回落后, 下周政府债净融资转负, 对于资金面的影响进一步降低。跨月期间央行相应增量投放资金, 下周逆回购到期额超万亿, 预计将对资金面形成一定影响。

图 4：各期限资金价格走势（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

2.2 利率债走势分析：央行本周明显呵护跨越流动性，公开市场大额净投放，资金面均衡偏宽松，债市收益率保持下行

1) 利率债走势复盘：央行本周明显呵护跨越流动性，公开市场净投放超 6000 亿，资金面均衡偏宽松，债市收益率保持下行。

周一，央行开展了 2790 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 1760 亿元逆回购到期，据此计算，单日全口径净投放 1030 亿元。上午“稳就业稳经济”发布会符合预期，股市午后小幅下跌，资金面全天均衡偏松，10Y 国债利率小幅下降至 1.64% 附近。

周二，央行开展了 3405 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 2205 亿元逆回购到期，据此计算，单日全口径净投放 1200 亿元。上午债市跟随股市窄幅震荡，资金面偏松，10Y 国债利率最低下降至 1.6175%，后止盈推动利率小幅回升至 1.625% 附近。当天 250004 下行 2.4bp 到 1.621%。

周三，央行开展了 5308 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.5%。Wind 数据显示，当日 1080 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 4228 亿元。上午公布 4 月 PMI 数据、符合预期，10Y 国债利率继续震荡，当天 250004 稳定在 1.621%

本周央行累计净投放 6458 亿元，10 年国债活跃券 250004 累计下行 3.65bp 至 1.6210%。

图 5：本周 10 年期国债收益率（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

2) 利率债展望：整体来看，市场提前定价 PMI 下滑，在 PMI 数据公布前两个交易日 10 年国债活跃券累计下行 3.15bp，数据公布当天再次下行 0.5bp，合计下行 3.65bp。关税对经贸活动的冲击逐步显现，据彭博和 Wind 数据，4 月 21 日至 4 月 27 日中国出发至美国的集装箱量环比下降 28.3%，最新 PMI 新出口订单指数表现疲软。但货币政策对市场流动性呵护明显，本周三个交易日累计净投放 6458 亿。4 月 25 日政治局会议指出：加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。随着政府债供给高峰临近，央行将持续维护流动性充裕，预计宏观政策将在稳增长方向显著加力，接下来货币政策会进一步强化与财政政策的协调配合，更大规模释放中长期流动性。可选的货币政策工具包括降准、加大 MLF 和买断式逆回购操作力度，更大规模释放中长期流动性，也不排除央行恢复在二级市场国债买入操作的可能。总体上看，与前期相比，未来一段时间市场流动性会处于相对宽松状态，债券市场所处环境较为友好。

PMI 数据：4 月制造业 PMI 为 49%，较上月回落 1.5 个百分点。反映在中美贸易摩擦升级的影响下，制造业景气度有所走弱。不过市场对景气走弱已有预期，而且制造业 PMI 的回落幅度相对小于前期 EPMI 和 BCI 指数的回落幅度，所以这一表现处在相对可控的范围之内。从 PMI 分项来看：生产指数为 49.8%，较上月回落 2.8 个百分点，六大工业行业平均开工率为 76.5%，较上月回落 1.6 个百分点，结构上主要是织造行业开工率环比下滑 14.3 个百分点；新出口订单指数为 44.7%，较上月回落 4.3 个百分点，主要是受对美出口减弱影响；主要原材料购进价格和出厂价格指数分别较上月回落 2.8 和 3.1 个百分点，指向 PPI 也可能会面临下行压力。总的来看，外需承压幅度大于内需，美国关税影响初显。

整体来看，市场提前定价 PMI 下滑，在 PMI 数据公布前两个交易日 10 年国债活跃券累计下行 3.15bp，数据公布当天再次下行 0.5bp，合计下行 3.65bp。关税对经贸活动的冲击逐步显现，据彭博和 Wind 数据，4 月 21 日至 4 月 27 日中国出发至美国的集装箱量环比下降 28.3%，最新 PMI 新出口订单指数表现疲软。但货币政策对市场流动性呵护明显，本周三个交易日累计净投放 6458 亿。4 月 25 日政治局会议指出：加快地方政府专项

债券、超长期特别国债等发行使用。随着政府债供给高峰临近，央行将持续维护流动性充裕，预计宏观政策将在稳增长方向显著加力，接下来货币政策会进一步强化与财政政策的协调配合，更大规模释放中长期流动性。可选的货币政策工具包括降准、加大 MLF 和买断式逆回购操作力度，更大规模释放中长期流动性，也不排除央行恢复在二级市场国债买入操作的可能。总体上看，与前期相比，未来一段时间市场流动性会处于相对宽松状态，债券市场所处环境较为友好。

2.3 存单信用债分析：存单、信用债融资额均环比回落；信用债收益率整体多数下行

1) 一级市场发行：存单、信用债融资额均环比回落

本周同业存单净融资规模为-859.70 亿元，发行总额达 2,493.40 亿元，到期量为 3,353.10 亿元。同业存单融资额环比回落。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 0.71bp 报 1.7556%，3M 期存单平均发行利率较上周上行 0.12bp 报 1.7586%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 0.81bp 报 1.7663%，9M 存单平均发行利率较上周下行 1.89bp 报 1.7797%。

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 1,119.94 亿元，环比减少 4,345.15 亿元，偿还量约 1,972.93 亿元，净融资额约-853 亿元，环比回落 2,012.33 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率整体多数下行

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率多数下行，1 年期各评级信用债收益率下行 2.66p~下行 1.66bp，3 年期各评级信用债收益率下行 2.05bp~上行 1.45bp，5 年期各评级信用债收益率下行 1.74bp~上行 0.13bp。

表 3：信用债各期限收益率水平

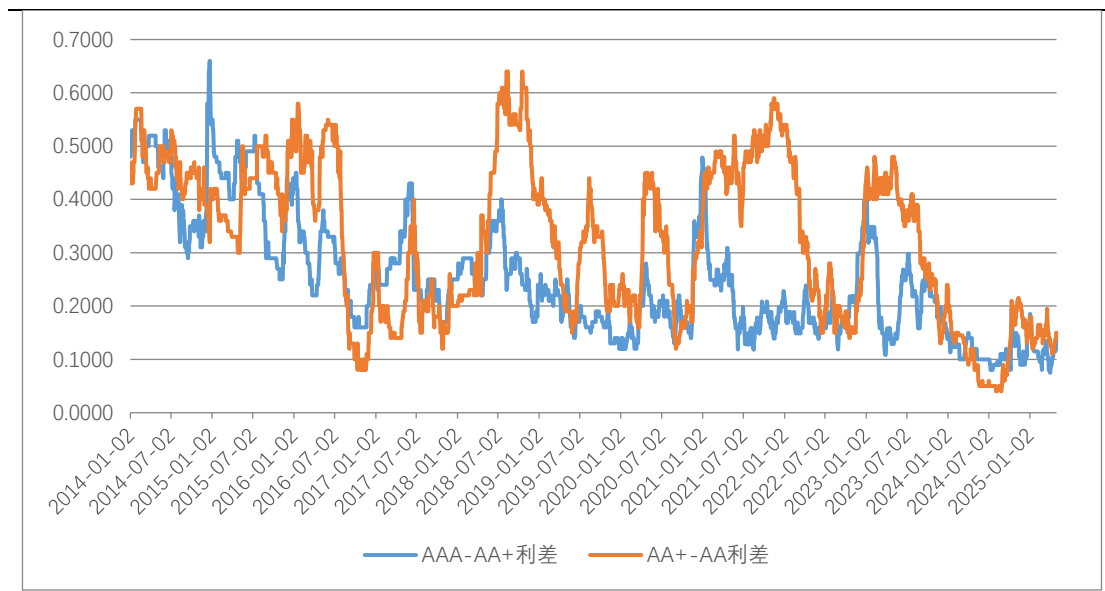
信用债种类	当前利率 (%)	2013 年以来分位数 (%)	较上周变动 (BP)
信用债(AAA):1 年	1.7966	1.30%	-2.66
信用债(AAA):3 年	1.9111	1.80%	-2.05
信用债(AAA):5 年	2.0228	1.90%	-1.74
信用债(AA+):1 年	1.8816	1.10%	-2.17
信用债(AA+):3 年	2.0461	2.10%	-0.05
信用债(AA+):5 年	2.1428	2.00%	-1.24
信用债(AA):1 年	1.9416	1.30%	-1.66
信用债(AA):3 年	2.1961	2.50%	1.45
信用债(AA):5 年	2.4178	3.60%	0.13

资料来源：Wind、中航证券研究所

期限利差方面，AAA 级、AA+级、AA 级 3Y-1Y 利差整体扩大 0.61bp、扩大 2.12bp、扩大 3.11bp，5Y-3Y 利差分别扩大 0.31bp、缩小 1.19bp、缩小 1.32bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 14bp，较上周扩大 2bp，AA 与 AA+之间的利差为 15bp，较上周扩大 1bp。

图 6：各评级信用利差变动（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：二季度国内对冲政策有望提速，沿政策发力方向布局

1) 权益市场走势复盘：本周市场整体表现分化，成长风格表现较强

本周市场表现分化，上证指数（-0.49%）、深证成指（-0.17%）、沪深 300（-0.43%）表现较弱；科创 50（+0.78%）、创业板指（+0.04%）、中证 500（+0.08%）、中证 1000（+0.18%）表现较强。行业风格上，成长风格表现较强，上涨 0.95%；稳定风格表现较弱，下跌 1.45%。分行业来看，申万一级行业中传媒、计算机、美容护理表现较强，分别上涨 2.69%、2.47%、2.46%；房地产、综合、社会服务表现较弱，分别下跌 3.04%、2.75%、2.63%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 11038.70 亿元，较上周减少 427.66 亿元。

2) 权益市场展望：

或因 2024 年 9 月政策转向以来政策效果超预期，中美关税不确定性较强的预期下企业自发“抢出口”行为，3 月工业企业数据中实际库存延续补库态势，但结构上较明显看到以价换量，改善持续性仍需跟踪。4 月份 PMI 为美国“对等关税”落地以来的国内首个经济数据，制造业 PMI 环比下降 1.5pct 至 49.0%，重回荣枯线之下，结构上产需双弱。关税或是 4 月份影响经济数据的主要变量。

与此同时，国内对冲政策有望提速，此前既定政策中的大部分将在二季度落地，并根据形势变化及时出台增量储备政策，或将对二季度 A 股业绩形成一定支撑。全方位扩大国内需求为 2025 年首要工作任务，近期已出台多项相关政策，预期内需消费为对冲政策主要发力方向之一。

前期政策效果超预期以及“抢出口”效应带动的经济改善同样体现在上市公司一季报中，企业盈利明显改善。全部 A 股和全部 A 股非金融 2025 年一季度营收增速为负，较 2024 年增速有所回落，但仍高于目前的本轮低点 2024 年三季度，其中金融板块营收呈现相对较强的韧性。全部 A 股和全部 A 股非金融一季度盈利能力大幅改善并均转正，非金融板块获得强力修复。

对比主要板块业绩情况，多数板块从 2024 年四季度同比负增转变成 2025 年一季度正增长。其中，上证主板改善幅度较缓，深证主板和创业板大幅改善，仅科创板和北证 50 成份 2025 年一季度负增长。大小盘股视角下，小盘股在一季度的绝对增速和改善幅度均优于大盘股。

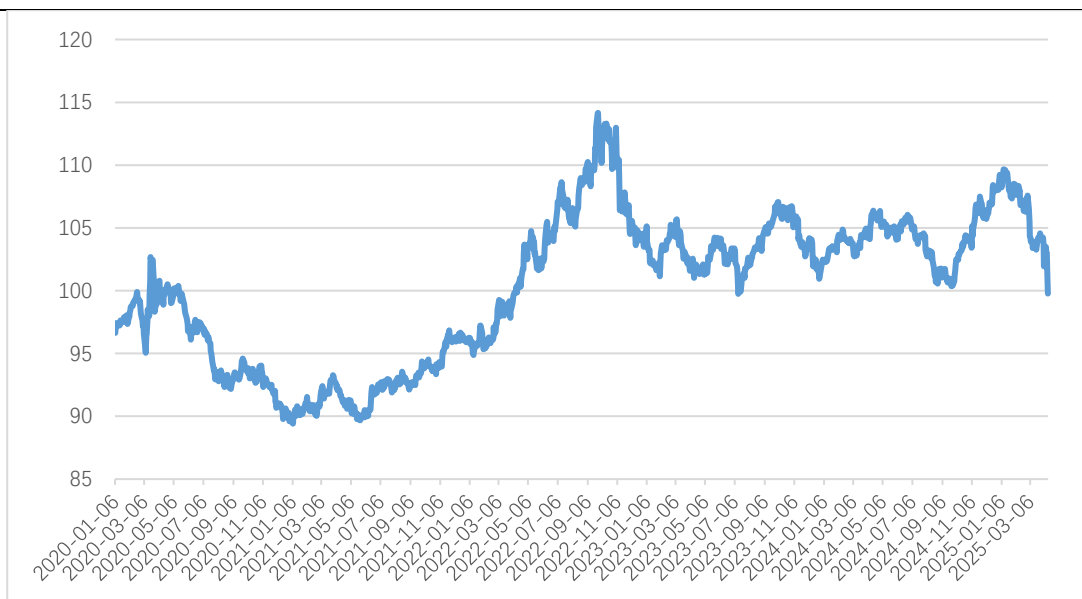
估值处于相对低位分位数且 2025Q1 利润同比增速较 2024Q4 改善较快的行业，即高利润改善且低估值行业，包括农林牧渔、轻工制造、社会服务、电力设备、纺织服饰等，建议关注。

展望未来，中美关税相互加码的最差时刻或已经过去，但关税冲突将如何演绎和对中国经济的实际影响仍存在不确定性。二季度既定政策有望提速，内需消费或为对冲政策重点发力方向之一，哑铃风格或将回归，同时建议沿政策发力方向布局。此外，依旧可关注国债、黄金在回调后的配置价值。

3.2 美元指数分析：本周中美贸易冲突出现缓和迹象，美国就业数据韧性超预期，美元指数本周上行

本周美元指数报 100.0424，较上周上行 0.4588。国际贸易方面出现缓和信号，本周中国商务部称注意到美方表示愿与中方就关税问题进行谈判，中方正在进行评估。本周美国一季度 GDP 公布，其中通胀调整后的美国 GDP 年化下降 0.3%，但抢进口对于 GDP 存在较大拖累。除 GDP 外本周美国就业数据显示出一定韧性，美国 4 月份非农数据新增 17.7 万人，高于市场预期。数据公布后，市场对于美联储降息的预期时间有所后延。其他主要经济体方面，本周日本央行维持利率不变，日本央行行长表示，贸易战加大了经济的不确定性，下次加息的时间降参考关税对于经济的影响。整体来看，本周中美贸易冲突出现缓和迹象，美国就业数据韧性超预期，美元指数本周上行。

图 7: 美元指数走势



资料来源: Wind, 中航证券研究所

风险提示: 货币政策超预期收紧, 经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹, 地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现, 美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

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。
增持：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%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：

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

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