

金融市场分析周报

(2023.04.03-2023.04.07)

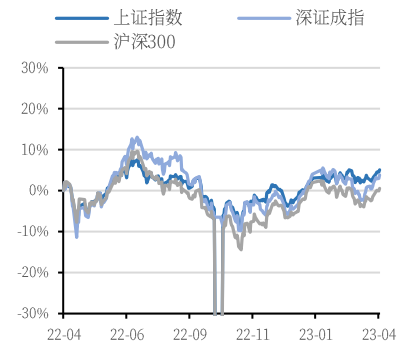
报告摘要

- **资金市场分析：**随跨季结束，资金价格回落；下周 7d 资金逐步开始跨税期，关注资金面变化情况。本周央行公开市场共有 11610 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 290 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场净回笼 11320 亿元。随跨季结束，资金价格有所回落，但随央行维持大额净回笼，资金价格呈现缓步上行的趋势，资金面整体维持平衡。本月因清明假期，缴税走款延后至 17 日，下周部分 7d 资金开始跨税期，4 月份为传统缴税大月，关注缴税对于资金面的影响。此外政府债净融资额也有所上行，也对资金价格上涨起到助推作用。相比本周，下周逆回购到期量维持低位，对于资金面冲击有限。整体来看，本月为 2 月份资金面恢复正常后第一个缴税大月，关注央行支持动作。
- **利率债：**本周消息面除财新 PMI 之外无其他，经济温和复苏局面不改。利率债本周继续小幅震荡，无趋势性走势，再次强调经济向好趋势并不是利率中枢整体上行决定因子，后续持续关注信贷投放、股市走势，利率债仍有向上风险。3 月财新中国服务业 PMI 录得 57.8，较前月上升 2.8 个百分点，创下 28 个月以来新高，连续三个月处于扩张区间。和官方未出现背离，经济继续修复，但现在已过后疫情的脉冲修复，而且叠加春节，可以说并不如预期，现阶段无政策超预期的情况下，市场对经济修复较为钝化。且经济并非完全和利率债利率正相关，即“经济向好，利率债利率走高”的观点是有一些前提条件的，比如经济向好时，1) 居民的消费是否恢复？是否需要存款+理财的活化来应对这部分的消费，当然我们看到的是消费依旧低迷；2) 居民的收入是否有提振？地产及股市的低迷并未给居民风险偏好带来提升，存款和理财依旧不需要转化；3) 信贷是否稳定投放？目前来看，稳定的超预期

主要数据

上证指数	3327.6457
沪深 300	4123.2799
深证成指	11967.7433

主要指数走势图



作者

符旻 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

债市延续低波动 —2023-04-10
金融市场分析周报 —2023-04-04
各部门复苏动能出现分化 —2023-04-02

的信贷投放能够带来体系内存款增加，当信贷收紧时才为利率债转弱的信号。整体来看经济继续修复，但制造业修复放缓，经济脉冲已经过去，经济向好预期不变，但经济向好并不是利率上行的决定性因素，后续的信贷投放，股市情绪都持续关注。震荡趋势不改，但目前为区间内低点，交易层面向上风险较大。

- **权益市场：A股市场震荡持续，经济复苏处于早期阶段。**北上资金本周合计流出 30.72 亿元。上证综指最终报收 3327.65 点。A 股市场成长优于价值。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，股市反弹空间大。海外方面金融风险仍存在蔓延可能。数据和人工智能是相辅相成的。TMT 板块虹吸效应虽或将减弱，但作为今年重要主线景气度仍有望延续。
- **美元指数分析：美国 3 月份非农就业数据偏弱，以及 PMI 数据不及预期下，本周美元指数维持走弱。**本周美国 3 月份非农就业数据公布，新增 26.3 万人，略不及预期，虽然失业率和劳动参与率显示劳动力市场仍有较强韧性，但时薪涨幅不及预期，显示美国就业数据距离拐点可能越来越近。此外，本周一公布的美国 3 月份 PMI 数据同样低于预期，经济数据整体向下的情况下本周美元指数整体同样呈现下行趋势。本周美联储官员发言整体维持鹰派，发言内容变化不大，对于美元指数走势影响较为有限。

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：随跨季结束，资金价格回落；下周 7d 资金逐步开始 跨税期，关注资金面变化情况.....	4
2.2 利率债走势分析：央行本周跨季后回笼资金，财新 PMI 与官方 PMI 基本一致，利率债本周震荡小幅下行	6
2.3 存单信用债分析：存单净融资额仍为负，信用债发行、到期双双下 降净融资额转正；各期限及各评级信用债收益率多数下行，信用利差 多数收窄	7
三、 主要资产价格分析	9
3.1 权益市场分析： A 股市场震荡持续，经济复苏处于早期阶段	9
3.2 美元指数分析：美国 3 月份非农就业数据偏弱，以及 PMI 数据不及 预期下，本周美元指数维持走弱	11

一、 本周重点经济

1.1 一周要闻

1) 欧佩克+宣布实施自愿石油减产计划。沙特自愿减产 50 万桶/日；阿联酋自愿减产 14.4 万桶/日；阿尔及利亚自愿减产 4.8 万桶/日；科威特自愿减产 12.8 万桶/日；阿曼自愿减产 4 万桶/日；伊拉克自愿减产 21.1 万桶/日；哈萨克斯坦自愿减产 7.8 万桶/日。减产时间均从 5 月开始，持续到 2023 年底。俄罗斯将自愿减产 50 万桶/日的石油产量，将石油减产承诺延长至 2023 年底。俄罗斯此前曾承诺在 3 月份将其原油日产量削减 50 万桶，以回应西方的制裁措施，并将这些限制措施维持到 6 月份。

2) 央行召开 2023 年货币金银和安全保卫工作电视会议强调，当前，现金运行态势深刻变化，高质量发展要求建立更科学、更具弹性的现金供应体系，构建更均等、更普惠、更能满足群众现金使用需求的服务新格局，形成更高治理水平、更加市场化、更好激发新动能的货金保卫管理新模式，同时要进一步提高数字人民币研发试点攻坚能力，更好统筹发展与安全；会议要求，全力做好现金供应保障，强化流通中现金服务管理，提高回笼人民币处理效率，持续做好反假防伪；稳妥推进数字人民币研发试点，持续完善顶层设计，积极探索应用创新。

3) 交易商协会称，近日在日常监测工作中发现，工商银行主承销的多期债务融资工具发行定价严重偏离市场合理水平，干扰了市场秩序，涉嫌违反银行间债券市场自律管理相关规定。交易商协会已对工商银行开展自律调查。同时交易商协会也将启动对其他主承销商的业务检查，发现涉嫌违反注册发行相关管理规则的，将按程序予以自律惩戒。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：随跨季结束，资金价格回落；下周 7d 资金逐步开始跨税期，关注资金面变化情况

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场全口径净回笼 11320 亿元

本周央行公开市场共有 11610 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 290 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场净回笼 11320 亿元。下周央行公开市场将有 290 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 20 亿、20 亿元、0 元、80 亿元、170 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	2550	2780	0	4390	1890
7 天	20	20	0	80	170
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	-2530	-2760	0	-4310	-1720

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: 跨季结束, 资金价格回落。随跨季结束, 资金价格有所回落, 但随央行维持大额净回笼, 资金价格呈现缓步上行的趋势, 资金面整体维持平衡。本周五银行间回购利率 R001 加权平均降至 1.5040%, R007 加权平均降至 2.2695%; 交易所回购利率 GC001 加权平均降至 2.1960%, GC007 加权平均降至 2.3140%。

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	1.4600	1.2738		1.5185	1.5040
	R007	2.1584	2.1788		2.2721	2.2695
	R014	2.2481	2.3490		2.3368	2.3781
	R021	2.0758	2.1707		2.2237	2.2006
	R1M	2.1954	2.2625		2.4354	2.5350
上交所协议回购	206001	4.2340			4.0880	
	206007	3.5800	3.4390		3.3940	3.7200
	206014	4.5860	4.2850		4.4320	4.5110
	206021	5.8730	5.4510		5.7350	5.2940
	206030	6.1340	5.1870		5.7570	5.4560
利率互换定盘: 1Y	FR007	2.3390	2.3536		2.3853	2.3904

资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

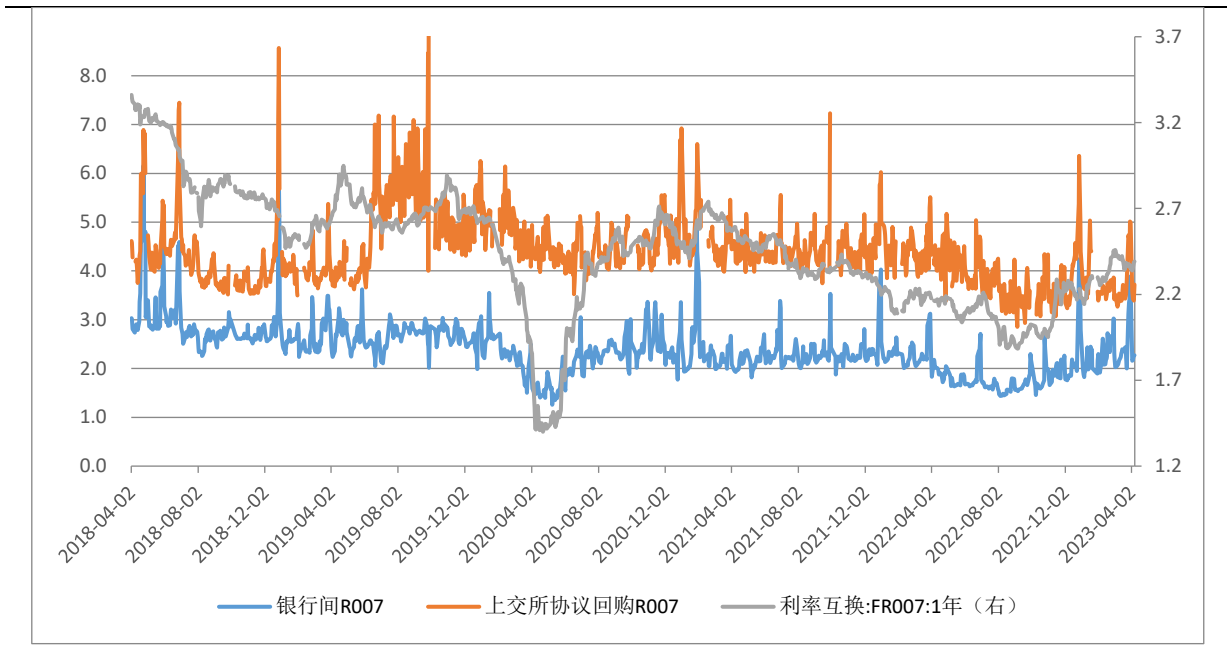
2) 资金面的展望: 下周 7d 资金逐步开始跨税期, 关注资金面变化情况

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。

本月因清明假期，缴税走款延后至 17 日，下周部分 7d 资金开始跨税期，4 月份为传统缴税大月，关注缴税对于资金面的影响。此外政府债净融资额也有所上行，也对资金价格上涨起到助推作用。相比本周，下周逆回购到期量维持低位，对于资金面冲击有限。整体来看，本月为 2 月份资金面恢复正常后第一个缴税大月，关注央行支持动作。

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：央行本周跨季后回笼资金，财新 PMI 与官方 PMI 基本一致，利率债本周震荡小幅下行

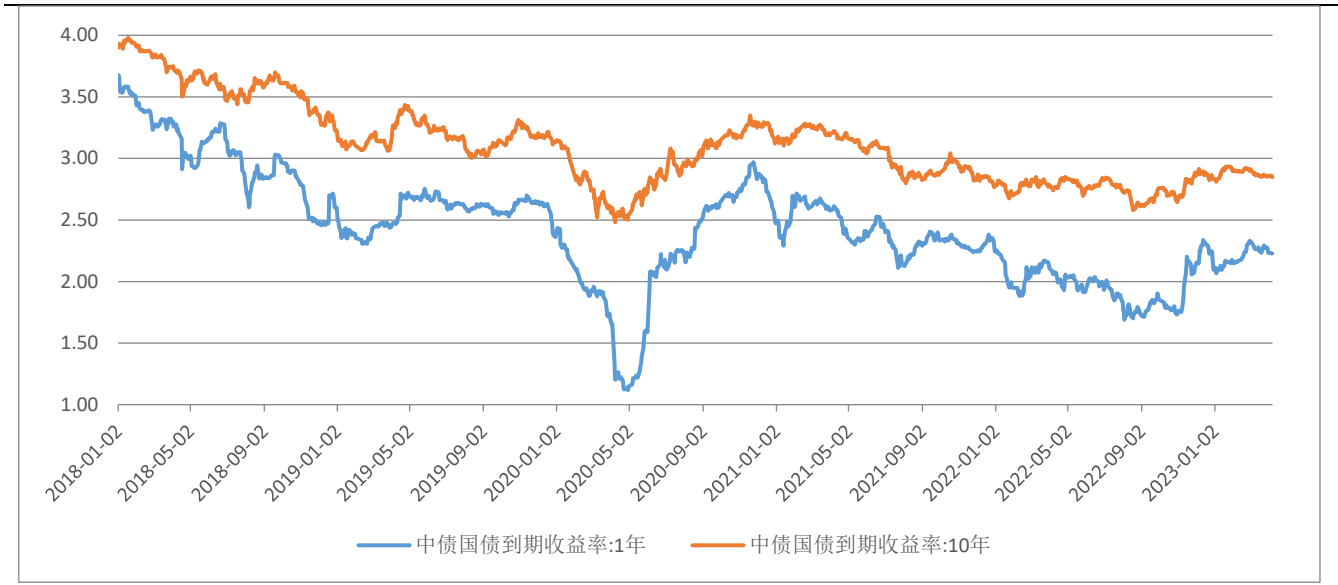
1) 利率债走势复盘：央行本周跨季后回笼资金，财新 PMI 与官方 PMI 基本一致，利率债本周震荡小幅下行。

周一，央行开展了 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 2550 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 2530 亿元。今日整体受股市翘板影响，利率债期现表现均不好，现券长端小幅上行；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，央行开展了 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 2780 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 2760 亿元。跨季后整体宽松，DR007 降至 1.9% 以下，利率债现券长端表现好于中短端，10Y 国债及国开均小幅下行，3-5Y 期上行；周四，央行开展了 80 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。当日 4390 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 4310 亿元。财新 PMI 数据发布，和官方基本一致，经济温和复苏趋势不改，期货明显强于现货，T 早盘水下，午后拉起。现券表现一般，多数期限上行，短端上行较多，10y 上行 0.1-0.2bp；

周五，央行开展 170 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%。今日 1890 亿元逆回购到期。今日传闻存款利率下降小作文，此举将刺激存款转移，利率债全线下行，长端下行 1bp。

本周活跃券 10 年国债活跃券 230004 由 2.8525% 累计下行 0.50bp 至 2.8475%，10 年国开活跃券 220220 由 3.0440% 累计下行 0.5bp 至 3.0390%。

图 2：10 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：本周消息面除财新 PMI 之外无其他，经济温和复苏局面不改。利率债本周继续小幅震荡，无趋势性走势，再次强调经济向好趋势并不是利率中枢整体上行决定因子，后续持续关注信贷投放、股市走势，利率债仍有向上风险。

3 月财新中国服务业 PMI 录得 57.8，较前月上升 2.8 个百分点，创下 28 个月以来新高，连续三个月处于扩张区间。和官方未出现背离，经济继续修复，但现在已过后疫情的脉冲修复，而且叠加春节，可以说并不如预期，现阶段无政策超预期的情况下，市场对经济修复较为钝化。且经济并非完全和利率债利率正相关，即“经济向好，利率债利率走高”的观点是有一些前提条件的，比如经济向好时，1) 居民的消费是否恢复？是否需要存款+理财的活化来应对这部分的消费，当然我们看到的是消费依旧低迷；2) 居民的收入是否有提振？地产及股市的低迷并未给居民风险偏好带来提升，存款和理财依旧不需要转化；3) 信贷是否稳定投放？目前来看，稳定的超预期的信贷投放能够带来体系内存款增加，当信贷收紧时才为利率债转弱的信号。整体来看经济继续修复，但制造业修复放缓，经济脉冲已经过去，经济向好预期不变，但经济向好并不是利率上行的决定性因素，后续的信贷投放，股市情绪都续持续关注。震荡趋势不改，但目前为区间内低点，交易层面向上风险较大。

2.3 存单信用债分析：存单净融资额仍为负，信用债发行、到期双双下降下净融资额转正；各期限及各评级信用债收益率多数下行，信用利差多数收窄

1) 一级市场发行：存单融资额持续为负、信用债融资转正

同业存单方面，本周，同业存单净融资规模为-330.00 亿元，发行总额达 1,852.40 亿元，平均发行利率为 2.5066%，到期量为 2,182.40 亿元，存单融资额环比持续为负。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 27.93bp 报 2.2931%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 0.36bp 报 2.5038%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 0.48bp 报 2.5678%，9M 存单平均发行利率较上周上行 14.57bp 报 2.7591%。

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 1,821.74 亿元，环比下降 1,319.22 亿元，偿还量约 1,633.16 亿元，净融资额约 188.58 亿元，环比增加 509.64 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：各期限及各评级信用债收益率多数下行，低等级利差压缩，高等级利差有所走阔

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率全面下行，1 年期各评级信用债收益率均下行 2.39~3.39bp，3 年期各评级信用债收益率下行 1.65~上行 3.35bp，5 年期各评级信用债收益率下行 3.21~7.81bp。

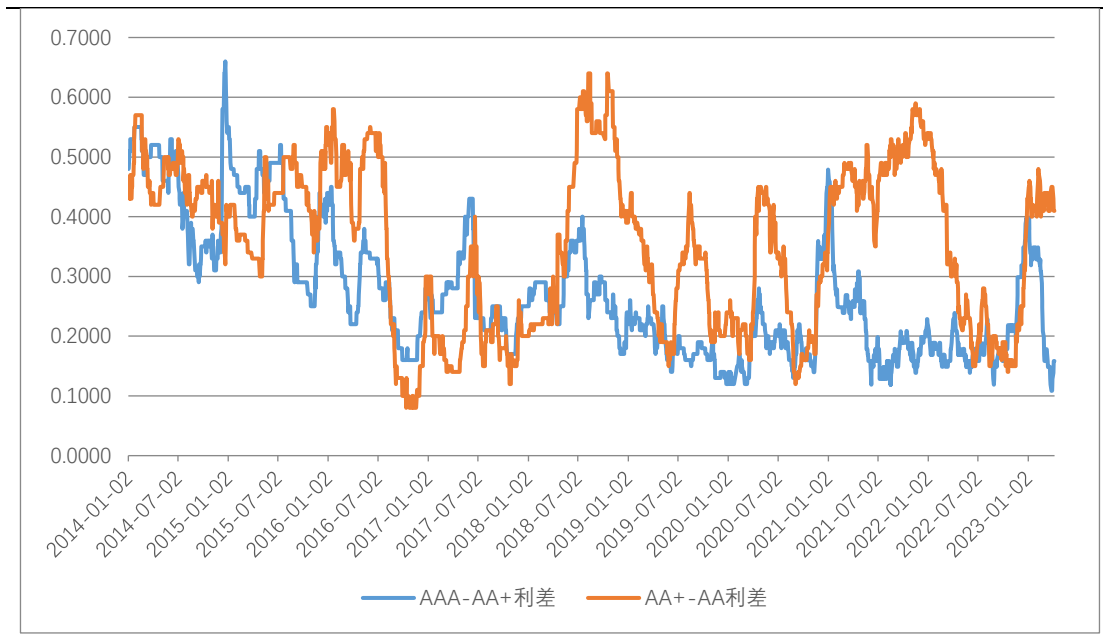
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	2.7412	17.20%	-3.39
信用债(AAA):3 年	3.0684	17.30%	-1.65
信用债(AAA):5 年	3.2611	10.30%	-5.22
信用债(AA+):1 年	2.8489	14.50%	-3.39
信用债(AA+):3 年	3.2269	15.30%	3.35
信用债(AA+):5 年	3.5244	11.10%	-3.21
信用债(AA):1 年	2.9189	10.30%	-2.39
信用债(AA):3 年	3.6369	15.70%	-0.65
信用债(AA):5 年	3.9644	10.40%	-7.81

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

期限利差方面，AAA 级、AA+级、AA 级 3Y-1Y 利差分别扩大 1.74bp、6.74bp、1.74bp，5Y-3Y 利差分别压缩 3.57bp、6.56bp、7.16bp。评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差较上周走阔 3bp 至 16bp，AA 与 AA+之间的利差较上周收窄 4bp 至 41bp。

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 股市场震荡持续，经济复苏处于早期阶段

1) 权益市场走势复盘：A 股市场成长优于价值

上证综指最终报收 3327.65 点，较上周略有反弹。同期深证成指上涨 2.06%，创业板指上涨 1.98%。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 13.54 亿，深证成指成交量 18.88 亿，较上周略有下降。

北上资金，本周合计流出 30.72 亿元。上证 50 上涨 0.86%，沪深 300 上涨 1.79%，中证 500 上涨 1.97%，创业板 50 浮动 1.14%，国证 2000 下跌 1.66%。

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，其中电子、通信、计算机领涨 8.35%、7.98%、5.24%；汽车、煤炭领跌 2.38%、1.89%。沪深大盘有涨有跌，涨跌幅度不同，总体涨大于跌。从目前看，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，股市反弹空间大。

2) 权益市场展望：

海外方面金融风险仍存在蔓延可能。欧洲瑞信危机外溢，高通胀高利率环境提高金融系统的不确定性，市场情绪脆弱。欧洲 AT1 债券市场仍陷于囹圄，欧洲金融监管部门多次发声安抚市场情绪却未能有效恢复市场信心。紧随美联储与欧洲央行的步伐，23 日瑞士央行加息 50 个基点。当前高通胀迫使欧洲央行利率高企，更强劲的流动性紧缩与资产价格波动造成的不确定性下，欧洲银行高负债率埋下的隐患或暴露出更多脆弱。美国方面，当地时间 3 月 28 日，美国参议院银行委员会就硅谷银行关闭事件举行听证会，美联储方面承认其近几次的压力

测试没能覆盖银行应对升息的表现。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。

数据和人工智能是相辅相成的。人工智能的迭代需要数据作为基石，数据的价值需要人工智能的充分挖掘。数据是 AI 的“血液”，数据要素市场发展有望丰富语料供给。同时，数据的存储与计算技术夯实 AI 软实力。数据存储、计算技术在 AI 不同阶段均提供关键支撑。数据存储是前提，AI 需要大量数据，长期看有助于推动企业数据文化建立，OLTP、OLAP 数据库均有望持续受益。分布式计算框架支撑模型开发，Data+AI 呈现平台化融合趋势。此外，AI 大规模生产中存在由于流程、管理不当造成的效率低、周期长等问题影响实际落地，MLOps 是为解决上述问题、通过统一 ML 研发和运营过程实现提质增效的一套工程管理方法论和工具链，赋能 AI 模型全生命周期的各个流程，助力 AI 模型落地生花。综合来看，找准产业链上相关公司的投资机会。

TMT 板块虹吸效应虽或将减弱，但作为今年重要主线景气度仍有望延续。一季报落地后，部分逆境反转行业业绩逐季改善趋势或吸引资金配置，与 TMT 主线接力轮动。展望二季度，外部流动性的紧缩预期已出现转折，国内经济有望加速修复支撑市场反弹。复盘 13-15 年由移动互联网引领的牛市行情，我们认为本轮 TMT 行情或并非短期主题投资。移动互联的高渗透力持续影响传统行业，基于移动支付技术的移动互联网创新热潮为传统互联网类业务提供了新的商业模式和发展空间，通过各类 APP 与社会服务业广泛融合，在公共交通、零售行业、餐饮行业都得到普及，随后从第三产业渗透至第一、第二产业，由前端服务接口向中间销售链、后端生产链延伸。随着移动互联应用深度和广度的不断加深，13-15 以移动互联为主导的创业板企业盈利逆势上涨，带动市场走高，自 2013 年至 2015 年底，创业板已上涨 284.78% 至 2714.05 点高位。当前经济背景同 13-15 年相似，都处于经济复苏初期阶段，且央行通过 OMO+降准+MLF 等“政策组合拳”补充流动性。TMT 板块景气度跃升受政策端及技术端双轮驱动。基础设施的迅速更新也为此轮计算革命提供条件，ChatGPT 带来的算力需求暴涨以及英伟达等主要供给方的供给有限，推动芯片、服务器、通信设备、存储等相关领域规模扩大，底层算力基础迎来发展机遇，产业链上下游均受益。生成式 AI 促进了交互式体验对应用前景和商业模式的落地，不仅可以辅助企业工作流程降本增效，在教育、娱乐、陪伴、医疗等多场景都可带来颠覆性改变，或带来新一轮产业革命，

推动相关行业价值重估。ChatGPT 较元宇宙有更多落地场景，应用具备快速提高渗透率和付费率潜力，作为今年的年度主线之一仍具备上涨潜力。

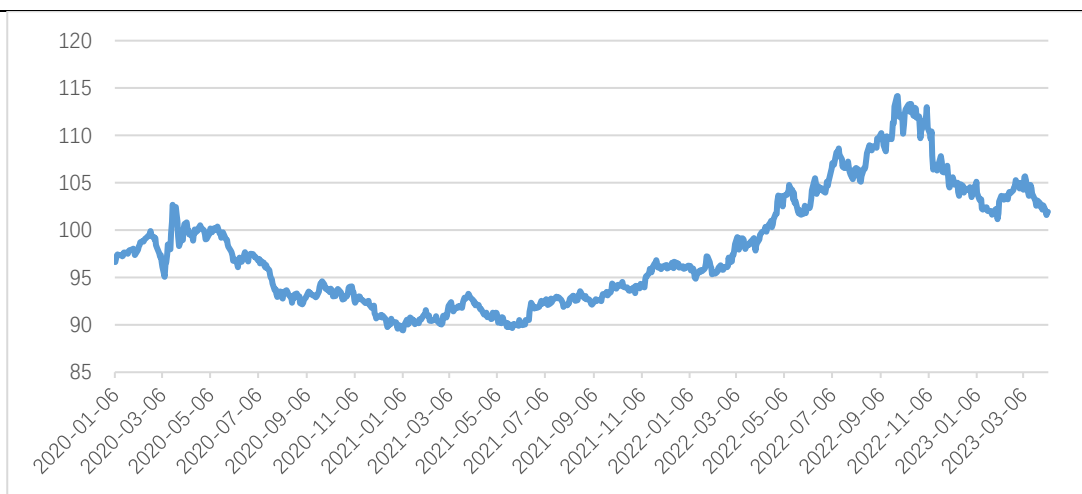
配置上建议向受政策呵护的经济修复阻力较小方向倾斜，关注一季报业绩表现超预期的行业。短期内“安全”与“科技”仍为值得重点关注的领域。国防军工或将守得云开见月明，随一季报落地拐点或将出现。电子方面国产替代逻辑下，CPU、GPU、操作系统、工业软件等长坡厚雪的赛道具有良好发展前景。先进制造方面，数字基础设施、基础软件、国产平台及应用软件、大数据及 AI 等创新技术服务商、网络及数据安全相关领域增长空间或较大。

3.2 美元指数分析：美国 3 月份非农就业数据偏弱，以及 PMI 数据不及预期下，本周美元指数维持走弱

本周美元指数报 101.9172，较上周下跌 0.6798。本周美国 3 月份非农就业数据公布，新增 26.3 万人，略不及预期，虽然失业率和劳动参与率显示劳动力市场仍有较强韧性，但时薪涨幅不及预期，显示美国就业数据距离拐点可能越来越近。此外，本周一公布的美国 3 月份 PMI 数据同样低于预期，经济数据整体向下的情况下本周美元指数整体呈现下行趋势。本周美联储官员发言整体维持鹰派，发言内容变化不大，对于美元指数走势影响较为有限。

近期 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士。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