

外部流动性预期边际改善，经济企稳仍需稳增长政策发力

2023年7月10日-7月16日周报

报告摘要

◆ 美国通胀数据超预期下行，联邦基金目标利率高位持续时间或进一步缩短

本周公布的美国6月CPI数据显示，美国6月CPI同比升3%，创2021年3月以来最小增幅，预期升3.1%，前值升4%，核心CPI同比升4.8%，创2021年11月以来新低，预期升5%，前值升5.3%。

美国超预期回落的通胀数据之下，美联储加息已近尾声进一步明确。CME数据显示，市场对美联储开始降息时点的预期较上周提前。虽然本周和上周一律，对年末联邦基金目标利率的主流预期均为5.25%-5.50%(当前值5.0%-5.25%)，但对美联储开始降息的主流时间预期由上周的明年5月提前到了明年1月。这种对于联邦基金目标利率高位持续时间进一步缩短的预期，在本周的美债和美股上均有反映。本周美国10年期国债收益率从上周的4.06%回落23个BP至3.83%，标普500、纳指和道指在本周均实现周内上行。

总体来看，站在目前时点，虽然美联储年内将联邦基金目标利率降至当前值之下的可能性相对较小，但有望在明年上半年即开启降息周期，美联储7月议息会议将是重要观察窗口。

◆ 高基数下我国出口同比增速跌幅加深

2023年6月，我国实现出口总值2853.2亿美元，环比+0.5%，同比-12.4%，低于市场预期(-10.16%)，高基数影响下同比增速较上月下降4.9PCTS。6月实现进口总值2147.0亿美元，环比-1.3%，同比-6.8%，弱于市场预期(-3.77%)，同比增速较5月下降2.3PCTS。6月实现贸易顺差706.2亿美元，不及市场预期顺差748.3亿美元，环比+7.31%。本次进出口与贸易顺差数据均弱于市场预期，从结构上来看，6月单月出口同比数据延续了5月的基本格局，汽车产业链显韧性，机电产品类别仍是带动出口同比增速下坡的重要因素。

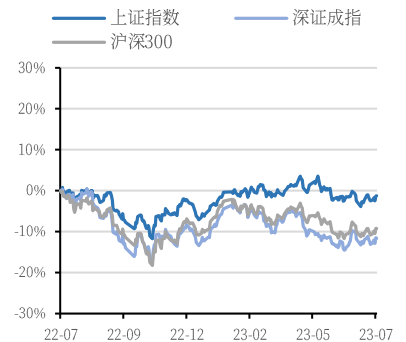
从上半年的数据来看，我国出口的品类和贸易对象出现了较为明显的变化。根据海关总署的数据，电动载人汽车、锂电池、太阳能电池等“新三样”产品，合计出口增长61.6%，拉动整体出口增长1.8个百分点，成为支撑出口的中坚力量。从贸易对象来看，我国第一大贸易伙伴由美国变为东盟，2023年1-6月我国对美国出口累计金额同比-3.09%，对东盟出口累计金额同比-1.12%，对俄罗斯出口累计金额同比+1.32%，对东盟出口累计金额持平。根据海关总署统计，上半年我国对第一大贸易伙伴东盟进出口3.08万亿元，同比增长5.4%。新兴市场成为今年托底外贸的重要力量。

往后看，短期内美元兑人民币处于高位，增加了出口企业未结汇订单利润，一定程度上提高了国外客户下单意愿，对出口有一定积极作用。其次，7月政治局会议稳增长

主要数据

上证指数	3237.7012
沪深300	3899.1027
深证成指	11080.3233

主要指数走势图



作者

符旸 分析师

SAC执业证书: S0640514070001

联系电话: 010-59562469

邮箱: fuyys@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

刘倩 研究助理

SAC执业证书: S0640122090025

联系电话: 010-59562515

邮箱: liuqian@avicsec.com

相关研究报告

高基数下出口同比增速跌幅加深 —2023-07-14

社融和信贷温和改善，宽货币向宽信用转化仍是关键 —2023-07-13

金融市场分析周报 —2023-07-12

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

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

政策有望加码, 将有利于对出口提质增效。此外, 美国 6 月通胀数据低于市场预期, CPI 同比回落至 3%, 美联储加息预期降温, 美国经济软着陆的概率自年初以来持续上行, 外需进一步下行的概率不大, 整体来看出口同比数据降幅进一步拉大的动力不足, 有望筑底企稳。

◆ 内需不足制约下, 我国 6 月通胀延续弱势

6 月 CPI 环比录得-0.2%, 与上月持平, 但比近 10 年 CPI 同月环比均值低 0.1PCTS, 显示 6 月 CPI 环比仍然弱于季节性。6 月核心 CPI 环比录得-0.1%, 较上月-0.1PCTS, 同样比近 10 年同月环比均值低 0.1PCTS, 显示扣除价格波动较大的食品项和能源项后, 在内需不足的影响下, 6 月 CPI 环比依然较弱。6 月 CPI 同比为 0, 较 5 月-0.2PCTS, 也低于市场预期的+0.1%。分食品和非食品看, 6 月食品项和非食品项 CPI 同比分别+2.3%和-0.6%, 分别较上月+1.3PCTS 和-0.6PCTS, 食品项 CPI 同比涨幅上行, 非食品项 CPI 同比由 0 转负。6 月核心 CPI 同比录得+0.4%, 较 5 月-0.2PCTS, 显示扣除波动较大的食品和能源后, 6 月 CPI 同比依然较弱。

2023 年 6 月, PPI 同比-5.4%, 弱于市场预期的-5.0%, 较 5 月-0.8PCTS, 环比为-0.8%, 较 5 月+0.1PCTS。2023 年 6 月, PPI 生产资料和生活资料环比分别为-1.1%和-0.2%, 同比分别为-6.8%和-0.5%。

从工业子行业角度, 2023 年 6 月 30 个子行业中大多数子行业出厂价格环比为负。从主要原材料角度, 2023 年 6 月仅纺织原料类原材料价格环比为正, 其余 8 种原材料价格均为负。更进一步, 2023 年 6 月 50 种流通中的重要生产原料中, 价格环比为正的仅有 14 种。综合来看, 6 月需求不足的问题继续制约工业企业的景气度, 进而对工业企业出厂价格环比继续产生压制作用, 叠加去年的高基数, 使得 6 月 PPI 同比录得-5.4%, 在不及市场预期的同时, 较 5 月的降幅继续加深。

展望下半年, 在内需恢复速度较慢和外需较弱的预期下, 无论是 CPI 同比, 还是 PPI 同比, 均较难出现显著上行的情况。结合 CPI 和 PPI 的翘尾因素, 预计 CPI 同比 Q3 继续低位, Q4 略有反弹, 下半年同比中枢在+0.6%左右, PPI 同比下半年或持续为负, 但降幅有望缩窄, 下半年同比中枢在-2.0%左右。

◆ 社融和信贷温和改善, 宽货币向宽信用转化仍是关键

6 月社会融资规模增量为 4.22 万亿元 (前值 1.56 万亿元), 超过市场预期的 3.22 万亿元。6 月新增社融同比少增 0.97 万亿元, 继 5 月之后继续同比少增, 同时, 6 月社融存量增速+9.0%, 较 5 月-0.5PCTS, 较市场预期低 0.1PCTS。虽然 6 月社融增量继 5 月之后继续同比少增, 同时社融存量增速较 5 月继续下滑, 但主要系受到政府债券同比少增拖累。6 月政府债券同比少增 10828 亿元, 占 6 月社融同比少增的 111%。扣除政府债券之后, 其他目前已披露的 6 月社融增量分项同比多增超 1000 亿元, 较同样口径的 5 月社融增量的同比少增超 7000 亿元明显改善。虽然 6 月政府债对新增社融形成拖累, 但往后看, 下半年新增政府债发行将对社融形成有力支撑。节奏上, 去年专项债发行节奏较今年明显靠前。今年 1-6 月新增专项债发行占全年预算安排新增专项债限额的 57.15%, 而去年同期的发行进度为 81.75%, 下半年新增专项债尚余 1.6 万亿元的限额。

6 月金融机构各项贷款余额增速+11.3% (前值+11.4%), 高于市场预期的+11.1%, 金融机构新增贷款 3.05 万亿元 (前值 1.36 万亿元), 高于市场预期的 2.38 万亿元。6 月金融机构新增贷款同比多增 2400 亿元, 5 月为同比少增 5300 亿元。

6月居民户新增短期和中长期贷款分别达到4914亿元和4630亿元,且均实现同比多增,显示居民长、短端贷款继5月之后继续改善。值得注意的是,我们统计的42个大中城市商品房销售面积数据在6月出现了明显同比下滑,与6月同比多增的居民中长期贷款出现一定背离。可能的原因有两个,一是银行出于季末冲量考虑,将部分5月的房贷延期至6月,二是居民经营性中长期贷款的冲量一定程度对冲了居民房贷的下行。

6月企业部门短期贷款和票据融资合计同比少增1074亿元,合计值较5月的同比少增9001亿元明显改善。6月新增企业部门中长期贷款同比多增1436亿元左右,较5月的同比多增2147亿元有所减少。虽然6月企业新增中长期贷款同比多增幅度较5月缩窄,但与近3年相比,6月企业新增中长期贷款录得最高值,显示6月企业的中长期融资并不弱,对未来经济动能持续修复形成利好。

6月M2增速+11.3%(前值+11.6%),高于市场预期的+11.2%。6月M1同比+3.1%,前值+4.7%,M0同比+9.8%,前值+9.6%,M0增速略微上行,M1增速再次下降,显示企业预期仍然不高。

总体来看,6月社融和信贷较5月实现温和改善,亮点主要是扣除政府债后,新增社融的企稳以及信贷中企业新增中长期贷款的韧性。另一方面,6月居民新增存款仍处高位,M1增速较5月明显下行,反映出目前居民和企业预期的疲软仍是制约经济进一步企稳修复的关键。6月MLF利率下调以及紧随而至的LPR降息支撑下,货币市场持续宽松,后续推动宽货币进一步向宽信用转化是政策的核心发力点。

◆ 周内资金面边际趋紧,7月MLF或延续小幅增量续做

本周(7月10日-7月14日),逆回购方面,本周央行累计投放7D逆回购310亿元,到期130亿元,净投放流动性180亿元,利率维持1.90%。货币市场方面,截止7月14日,DR007报收1.82%,较上周五上行6BP;SHIBOR1W报收1.81%,较上周五上行8BP,周内资金利率单边上行,流动性边际趋紧,央行增大了逆回购的操作规模,7月14日开展了200亿元7D逆回购,净投放流动性180亿元,表明央行对资金面予以充分关切,流动性合理充裕应无虞。

6月的一轮降息中,OMO操作利率、SLF利率、MLF利率均相继下调了10BP,最终引导LPR利率下调10BP,一系列的宽松措施进一步降低融资成本,以提振经济动能。7月有1000亿元MLF到期,此前央行已经连续7个月进行增量续做,在货币宽松的基调下,本月或延续小幅增量平价续做,以稳定市场预期,呵护流动性。整体来看,7月下旬流动性压力较小,排除月末季节性因素后7月DR007或以1.8%为波动中枢平稳运行。

◆ 美国加息预期降温,人民币汇率出现反弹

截至7月14日,我国10年期国债收益率报收2.64%,较上周五持平;美国10年期国债收益率录得3.83%,较上周五下行23BP,中美利差收窄,人民币汇率压力有所减缓。截止7月14日,美元对人民币即期汇率报收7.13,较上周五7.23的高位收复近1000个基点。

本周人民币汇率的反弹得益于美国超预期的通胀数据带来的加息预期降温,以及央行采取的系列措施管制预期。外部环境方面,美国6月核心CPI环比再下台阶至0.2%,此前价格压力较高的酒店和机票本月均环比下行,二手车价格也环比回落,显示出引发市场担忧的核心通胀韧性有松动迹象。美国超预期降温的通胀数据平抑了市场的加息预

期，美债收益率从4%以上的高位回落，美元指数从上周五的103.4下行至100以内。

内部动力方面，周内央行采取系列措施管制预期以稳定汇率，如利用官方中间价平抑人民币汇率的单边波动；各家银行调降美元存款利率，缓解中美利差扩大带来的贬值压力。往后看，我们认为随着稳增长政策加码，以及美联储加息进程进入尾声的预期明确，下半年中国经济修复带来的基本面支撑加强，外部压力减缓，双向作用下人民币汇率将摆脱当前的弱势局面，恢复宽幅双向波动。

◆ 长端利率窄箱体波动，债牛情绪不减

截至7月14日，我国10年期国债收益率报收2.64%，较上周五持平，周内持续小幅震荡。6月底以来长端利率进入瓶颈位置，10年期国债收益率以2.64%为轴的极窄箱体波动，波动幅度不超过1BP。债市对于各项经济数据反映趋于钝化，政策博弈是市场关注的焦点，7月政治局会议稳增长措施或对长端利率走向产生重要影响。长端利率低位难以突破的情况下，债市交易情绪向信用债扩散，截止7月13日，各等级、各期限的中短期票据、城投债以及企业债收益率持续下行，信用利差全面压缩，其中AAA级3年期中短期票据的信用利差录得31.39BP，较一周前下行3.78BP，达到2019年以来15%的历史分位。AAA级3年期城投债信用利差录得33.54BP，较一周前下行6.20BP，到达2019年以来18%分位。债市利率债和信用债均已到达较高位置，叠加7月政治局会议的靴子落地，我们提示短期内止盈压力的释放以及市场预期调整短期内可能会带来一波回调，但利率中枢下移是长期趋势。

6月的金融数据、通胀数据和进出口数据反映经济下行压力仍在加大。出口同比跌幅扩大，虽环比录得正值有筑底企稳的迹象，但是当前低基准下半年外贸对经济增长的支撑大概率偏负面。通胀方面，地产链条再度走弱，大宗商品价格下跌，整体消费不佳，物价延续下行，进一步印证需求疲软，下半年物价回升有赖于需求的恢复。当前需求不足而产能过剩，最根本因素仍在房地产市场。信贷数据超预期增长，但是居民贷款回暖和高频地产成交数据背离，6月M1同比回落1.6个百分点至3.1%，居民购房需求不足，也难以成为居民重新加杠杆例证。通胀低迷之下，经济体的实际利率被动升高，下半年进一步降准降息的必要性正在升高，长端利率进一步下行的可能性不可忽略。

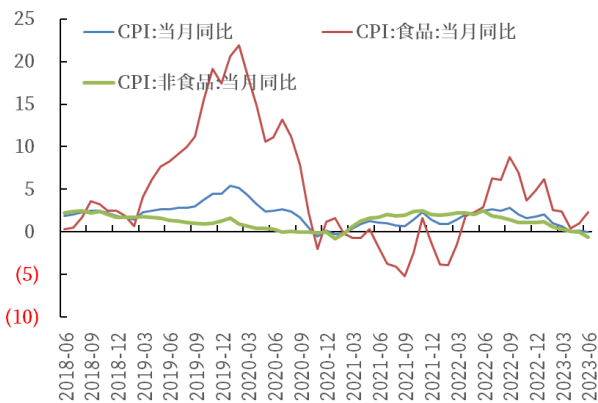
风险提示：海外宏观经济下行超预期，国内稳增长政策不及预期，国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 市场预期最早明年1月开始美联储将开始降息

MEETING PROBABILITIES														
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/7/26						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.0%	93.0%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	82.7%	11.2%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	37.8%	53.1%	6.5%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	28.2%	49.0%	19.2%	1.8%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	16.6%	39.8%	32.3%	9.5%	0.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.6%	24.9%	37.1%	24.1%	6.3%	0.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	8.4%	26.1%	35.8%	22.4%	5.8%	0.5%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.1%	18.2%	31.5%	28.4%	13.2%	2.8%	0.2%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.5%	16.5%	29.7%	28.8%	15.2%	4.2%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.3%	2.7%	11.2%	23.9%	29.2%	21.2%	9.0%	2.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.2%	2.3%	9.6%	21.5%	28.2%	22.7%	11.3%	3.4%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.1%	1.4%	6.3%	16.1%	25.2%	25.2%	16.5%	7.0%	1.9%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

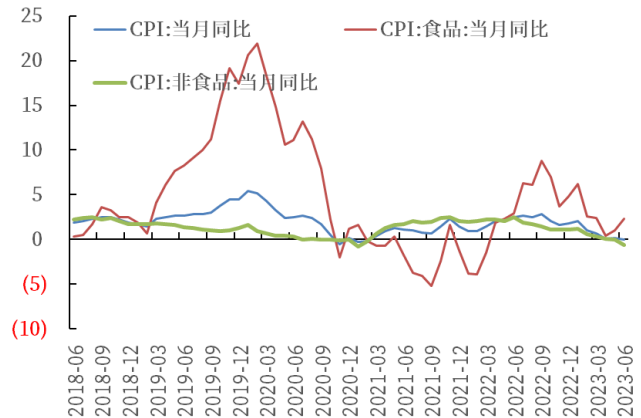
资料来源: wind, 中航证券研究所 (图表数据为 7 月 15 日数据)

图2 CPI 同比及 CPI 食品项和非食品项走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 核心 CPI 同比走势 (%)



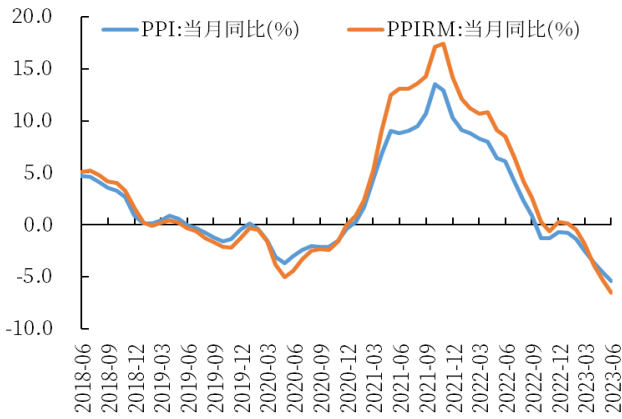
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 CPI 分项目环比与近 10 年同月值比较 (%)

	本月环比比较10年均值	近10年均值	2023-06	2022-06	2021-06	2020-06	2019-06	2018-06	2017-06	2016-06	2015-06	2014-06	2013-06
CPI环比	-0.09 PCTS	-0.1	-0.2	0.0	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	+0.0	-0.1	+0.0
CPI食品项环比	+0.26 PCTS	-0.8	-0.5	-1.6	-2.2	+0.2	-0.3	-0.8	-1.0	-1.4	-0.1	-0.4	+0.0
CPI非食品项环比	-0.17 PCTS	+0.1	-0.1	+0.4	0.0	-0.1	-0.1	+0.1	+0.1	+0.2	+0.1	-0.0	+0.0
CPI消费品环比	-0.08 PCTS	-0.2	-0.3	-0.1	-0.6	0.0	-0.2	-0.2	-0.4	-0.4	-0.0	-0.2	-0.1
CPI服务环比	-0.03 PCTS	+0.1	+0.1	+0.2	-0.1	-0.1	+0.1	+0.2	+0.3	+0.3	+0.2	+0.1	+0.2
核心CPI环比	-0.14 PCTS	+0.0	-0.1	+0.1	-0.1	-0.1	+0.1	+0.1	+0.1	+0.1	+0.1	0.0	0.0

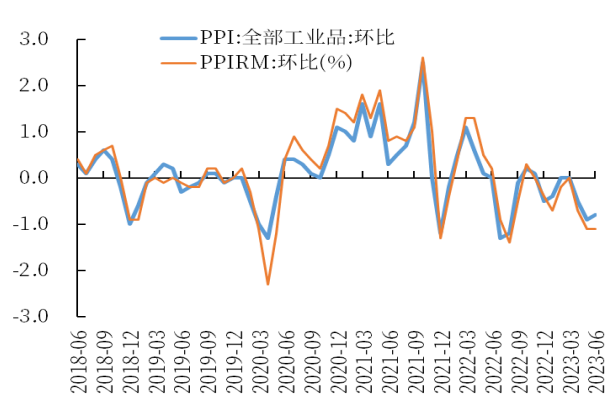
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 PPI 和 PPIRM 同比走势



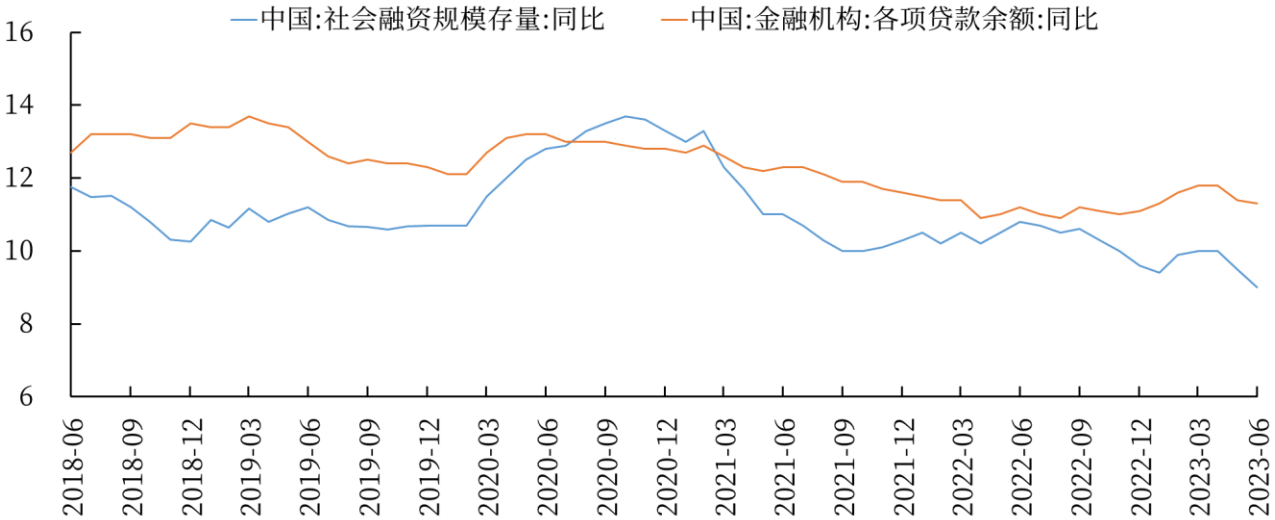
资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 PPI 和 PPIRM 环比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 社融存量和信贷存量增速 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 近 12 个月各月新增社融分项同比变化 (亿元)

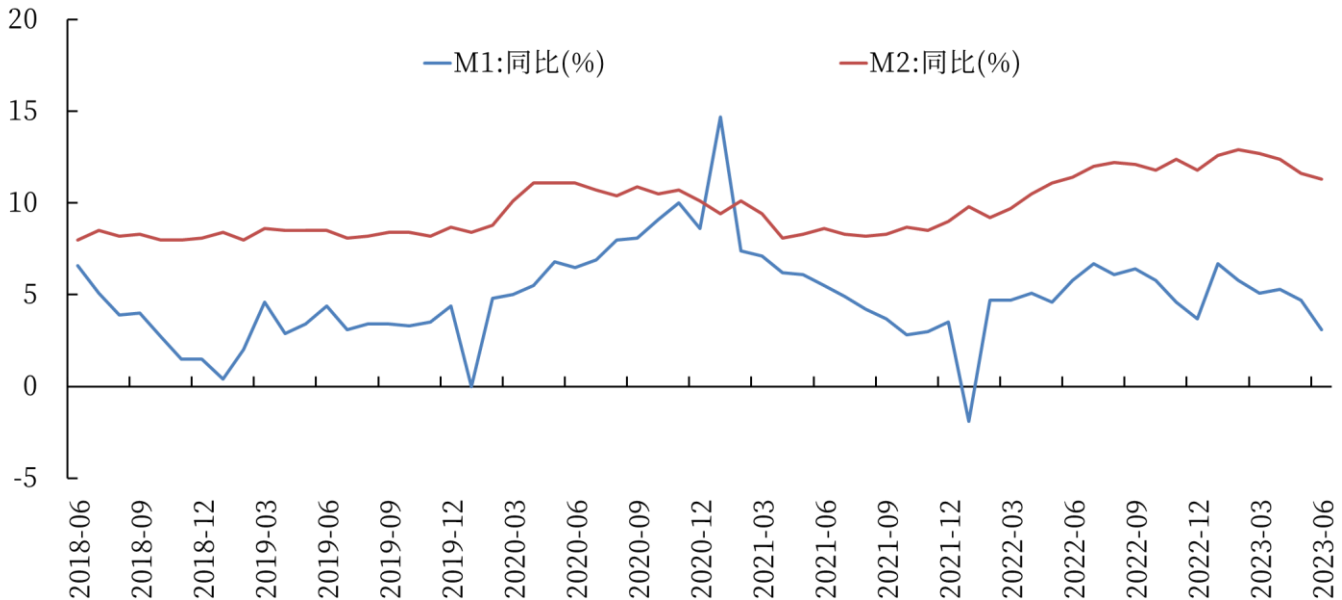
项目	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	
总	当月新增社会融资规模	-9,726.00	-12,859.00	2,917.00	7,297.00	19,453.00	-1,888.00	-10,522.00	-6,146.00	-7,042.00	6,385.00	-5,181.00	-2,967.00
表内	新增人民币贷款	1,825.00	-6,011.00	815.00	7,196.00	9,100.00	7,326.00	4,051.00	-1,573.00	-3,321.00	7,931.00	631.00	-4,303.00
	新增外币贷款	100.00	-98.00	441.00	188.00	-170.00	-1,162.00	-1,016.00	-514.00	-691.00	-694.00	-1,173.00	-1,059.00
表外	新增委托贷款	323.00	167.00	85.00	68.00	-3.00	156.00	315.00	-123.00	643.00	1,530.00	1,578.00	240.00
	新增信托贷款	675.00	922.00	734.00	214.00	817.00	618.00	3,789.00	1,825.00	1,000.00	1,907.00	890.00	1,173.00
	新增未贴现银行承兑汇票	-1,758.00	-729.00	1,212.00	1,505.00	4,159.00	-1,170.00	865.00	574.00	-1,270.00	118.00	3,359.00	-428.00
直接	企业债券融资	14.00	-2,541.00	-717.00	-398.00	65.00	-4,285.00	-7,054.00	-3,402.00	152.00	-792.00	-3,137.00	-2,131.00
	非金融企业境内股票融资	112.00	461.00	-173.00	-344.00	-14.00	-475.00	-408.00	-506.00	-58.00	250.00	-227.00	499.00
其他	政府债券	-10,828.00	-5,011.00	636.00	-1,059.00	5,416.00	-1,886.00	-3,865.00	-1,638.00	-3,376.00	-2,533.00	-6,693.00	2,178.00

资料来源: wind, 中航证券研究所

图9 近 12 个月各月新增信贷分项同比变化 (亿元)

项目	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07
总	2,400.00	5300	734	7600	5800	9200	2700	600	2110	8100	800	4010
长短期												
新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	-441.87	8853	-2418.13	2902	1762	1580	2573	1699	1748	2380	232	42
新增人民币贷款:中长期	1899.28	2784	3174.72	9865	7370	8807	7024	232	1456	5329	537	3966
居民												
新增人民币贷款:居民户	1,157.00	784	241	4908	5450	5858	1963	4710	4827	1383	1175	2842
新增人民币贷款:居民户:短期	632.13	148	600.87	2246	4129	665	270	992	938	181	426	354
新增人民币贷款:居民户:中长期	463.28	637.00	-842.28	2613	1322	5193	1693	3718	3889	1211	1601	2488
企业												
新增人民币贷款:企(事)业单位	687.00	6742	1055	2200	3700	13200	6017	3158	1525	9370	1787	1457
新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	543	2292	849	2726	1674	5000	638	651	1555	4741	1028	969
新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	1436	2147	4017	7252	6048	14000	3717	3950	2433	6540	2138	1478
新增人民币贷款:票据融资	-1,617.00	6709	3868	7874	4041	5915	2941	56	745	2180	1222	1365

资料来源: wind, 中航证券研究所

图10 M2 和 M1 增速走势 (%)


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、内容或其复本给予任何其他人。

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