



中航证券研究所

分析师：符旸

证券执业证书号：S0640514070001

分析师：刘庆东

证券执业证书号：S0640520030001

邮箱：liuqd@avicsec.com

美联储强收紧推升滞胀风险，国内弱复苏仍需政策呵护

2022年6月18日

(1) 超预期通胀下美联储加息 75BP，后续加息节奏将紧盯美国通胀走势

美东时间 6 月 15 日，美联储宣布将政策利率联邦基金利率的目标区间上调 75BP 至 1.50% 至 1.75%。

本次美联储加息 75BP，主要是因为美国 5 月通胀超预期并且再创新高。本月初，市场主流观点为 6 月议息会上美联储加息 50BP，CME 数据显示 6 月 3 日市场预期美联储 6 月议息会议加息 50BP 概率为 98.2%。6 月 10 日，美国 5 月超预期并且创 1981 年 12 月以来新高的通胀数据公布后，资本市场对 6 月加息超过 50 个 BP 的预期急速上升，已经出现了一轮快速波动：美股下跌、美债收益率抬升，美元指数抬升。此次加息 75 个 BP，对于市场来说并未超预期，仅仅加息 75BP 和鲍威尔关于预计加息 75 个 BP 并非常态的表述反而一定程度上打消了市场对于美联储会更加激进加息的担忧。对市场来说，美联储没有释放超预期收紧的信号就是阶段性利好，因此美联储宣布加息 75BP 之后，美股出现反弹，美债收益率和美元指数出现回落。

对于后续加息路径，本次美联储声明中提出 FOMC 委员会强烈承诺，将让通胀率回落至 2% 这一目标。这意味着加息继续紧盯通胀。从今年通胀表现和美联储的应对来看，美联储并未表现出比市场更强的针对通胀的预判能力，其政策走向也基本是跟随通胀形势，并未体现出明显的“前瞻性”。因此，对于后续加息路径，市场盯紧的是通胀，美联储现阶段已经难以引领市场预期，而更多是跟随，这导致其点阵图等指引信息的参考价值下降。

我们认为虽然通胀比预期的顽固，但不改目前已处顶部区域的判断，在利率快速抬升和美国经济已现转弱迹象的情况下，通胀进一步抬升的空间和概率较小。从市场对于美国通胀的预期看，截止 6 月 17 日的美国 5 年期和 10 年期盈亏平衡通胀率也分别较 6 月初下行了 16 个 BP 和 7 个 BP，显示市场对美国通胀的预期并未抬升。目前对于美国的通胀，风险主要在于地缘冲突或疫情等是否会造成进一步的供给冲击。美联储加息主要通过抑制国内需求来缓解通胀，而针对供给冲击造成的通胀压力，加息作用十分有限，这就导致美联储加息对通胀的影响能力下降。

因此，目前通胀问题更多在于，如果高通胀水平受供给问题的影响维持更长时间，美联储即便知道效果有限，也不得不将利率提高到更高的水平，通过“超额”压制需求来对冲掉供给端的通胀压力，那么对应的情景就是“滞胀”。本次美联储会议在大幅上调今年政策利率预期的同时，也大幅下调了经济增速预期，将今年 GDP 增速预期从 3 月的 2.8% 下调至 1.7%，对 2023 年和 2024 年的 GDP 预期增速分别从 2.2% 和 2.0% 下调至 1.7% 和 1.9%。经济减速，但美联储为了应对高通胀继续坚定加息，目前实际情况似乎正在向滞胀的方向发展，资本市场未来在继续交易滞胀预期发酵的同时，也将会逐步试探美联储的“经济底线”在什么位置。

股市有风险入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

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：010-59562524
传真：010-59562637

从目前的市场预期看，CME 数据显示，截止 6 月 17 日，市场认为 7 月 27 日议息会议加息 75BP 的概率为 88.5%，认为在 9 月 21 日议息会议上，在 7 月加息 75BP 基础上再加息 50 个 BP 的概率为 56.2%，年末联邦基金利率目标上调到 3.5%到 3.75%的概率为 46.5%。

(2) 国内流动性充裕，中美利差倒挂程度继续加深

本周（6 月 13 日至 6 月 17 日），央行公开市场操作继续保持稳健，每日 100 亿元 7D 逆回购和 6 月 15 日到期的 2000 亿元 MLF 均保持等量续作，利率均维持不变，全周公开市场操作净投放为 0。货币市场利率方面，截止 6 月 17 日，DR007 和 SHIBOR1W 分别为 1.66%和 1.74%，较 6 月 10 日分别上行 9 个 BP 和 6 个 BP 左右，货币市场利率依然明显低于逆回购招标利率的 2.1%，市场流动性较为充裕。

本周，人民币兑美元和欧元均升值：6 月 17 日与 6 月 10 日相比，人民币兑美元和欧元分别升值 0.1%和 0.8%。本周，我国 10 年期国债收益率保持平稳，本周末较上周末仅上行 2 个 BP 左右，但美国十年期国债收益率上行 10 个 BP，中美长端收益率倒挂幅度较上周末进一步加深，外部流动性持续对国内宽松形成制约。

(3) 疫情影响减退，5 月消费下滑幅度较 4 月收窄

2022 年 5 月社零环比+0.05%，今年 2 月以来首次为正，但仍然是历年 5 月最低值，也明显低于疫情前 5 年（2015-2019）同期社零环比均值的+0.61%。2022 年 5 月，社零同比-6.7%（市场预期-7.6%），为连续第 3 个月录得负值，但与上月的-11.1%相比，萎缩幅度缩小。5 月消费仍然受到疫情拖累，但因疫情较 4 月好转，社零受到的冲击较 4 月减弱。往后看，预计随着疫情影响的进一步消退、刺激消费政策的发力和居民聚集、出行的逐步恢复，6 月社零将较 5 月进一步改善。但另一方面，鉴于疫情影响仍未完全消退，且抑制居民消费的居民资产负债表受损和预期转弱的因素在 6 月仍将存在，因此 6 月消费大概率较难恢复到年初时的同比增速。6 月社零同比能否转正，仍存在较大不确定性。

(4) 5 月固投略微改善，房地产仍是拖累项

2022 年 5 月，固投同比+4.5%，较 4 月+2.7PCTS，其中制造业投资同比+7.1%（较 4 月+0.7PCTS）、基建投资同比+7.9%（较 4 月+3.6PCTS）、房地产开发投资同比-7.7%（较 4 月+2.4PCTS）。5 月固投及其主要分项增速虽然较 4 月改善，但仍然低于前 4 月增速，最终带动 2022 年 1-5 月固投及其主要分项增速较 1-4 月有所下滑，其中，1-5 月固投总体增速+6.2%（1-4 月增速+6.8%）、制造业投资+10.6%（1-4 月+12.2%）、基建投资+8.16%（1-4 月 8.26%）、房地产开发投资-4.0%（1-4 月-2.7%）。

2022 年 5 月，制造业投资增速 7.1%，较 4 月+0.7PCTS，带动 5 月固投总体上行 3.1PCTS。5 月制造业 PMI 仍然位于荣枯线之下，表明 5 月制造业景气度下滑的趋势虽然得到明显遏制，但仍处在景气度下行区间。对应到制造业投资上，5 月单月制造业投资虽较 4 月上行，但仍然低于 1-4 月增速。5 月制造业景气度仍然位于下行区间，叠加原材料价格继续高位运行之下，最终 1-5 月制造业投资增速录得 10.6%，较 1-4 月-1.6PCTS。往后看，6 月开始，疫情明显缓和，物流较 5 月继续恢复，制造业景气度大概率重回扩张区间，预期将继续边际转强，叠加各项宽信用政策的持续推进，预计 6 月制造业投资较 5 月继续改善。



2022年5月房地产投资增速-7.7%，较4月+2.4PCTS，带动固投下行2.2PCTS。5月房地产投资呈现边际改善，但仍然位于下行通道中，且5月投资增速虽然高于4月，但仍低于1-4月增速，因此1-5月房地产投资增速录得-4.0%，较1-4月下行1.3PCTS。从房地产开发资金角度，1-5月较1-4月值继续下滑，表明房企融资仍有待改善。总体来看，5月房地产虽然边际上下行速度放缓，但仍在筑底，从6月前两周30大中城市商品房成交面积和100大中城市土地成交面积仍较去年同期下滑来看，这种筑底在6月大概率仍将持续。5月初至今，又有多个城市放松房地产调控政策，因城施策政策进一步落实，但后续房地产投资能否转负为正，仍然存在较大不确定性。

2022年5月，基建投资同比+7.9%，较4月+3.6PCTS，带动固投上行2.7PCTS。疫情影响减弱、开工受限情况缓解以及前期项目的加速推进是5月基建投资同比较4月回升的主要原因。往后看，基建投资在稳增长的大背景下预计仍然是固投的重要支撑项。根据国务院2022年5月31日发布的《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》，按6月底前发行完成度在90%-95%计算，6月仍将新发行专项债1.08万亿元到1.25万亿元之间。充足的资金和强烈的稳增长诉求下，预计后续基建投资仍将维持高位。

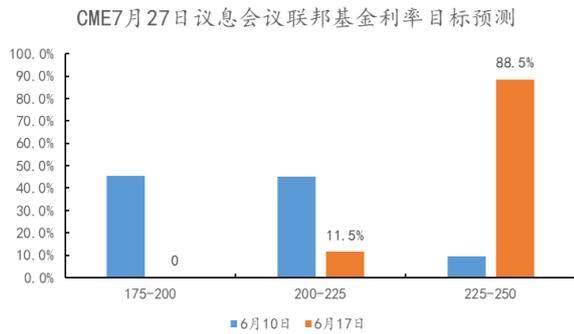
(5) 疫情冲击减弱，5月工业增加值同比转负为正

2022年5月，工业增加值同比+0.7%（市场预期-0.1%），在4月录得2020年4月以来首次负值后实现转正。总体来看，4月需求、生产被疫情严重扰动，5月疫情改善后集中“爆发”之下，工业增加值增速较4月明显改善（5月工业增加值环比录得+5.61%，远高于历年5月环比），但5月疫情仍对工业有部分扰动，因此工业复苏尚不够充分。6月，疫情影响持续快速消退，全国范围复工复产稳步推进，预计工业增加值增速继续上行。

(6) 后续判断：外部环境对政策制约加大，稳增长依然是国内宏观政策核心目标

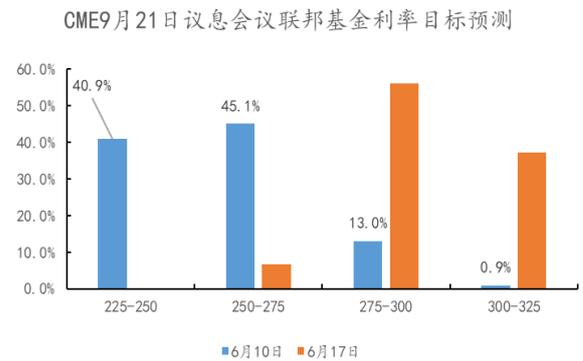
5月经济整体呈现弱复苏态势，其中，进出口、基建投资、制造业投资是重要支撑项，房地产投资和消费表现仍然较弱。总体上看，目前经济动能正在自4月低点恢复，但仍然存在居民和企业预期较弱、出口高增速持续性存疑、房地产行业仍然在筑底、制造业企业成本高企等隐忧。在这种情况下，尽管美联储因为超预期的通胀选择加速加息，对我国宽松的货币政策制约有所加重，但稳住经济仍然是我国包括货币政策在内的宏观政策的最重要和核心的目标。进入6月后，在疫情不再反复的假设下，随着各地复工复产有序推进，伴随着政策的进一步发力，政策效果显现将带动经济进一步企稳回升，6月将是政策效果和经济复苏动能的重要检验阶段。

图表 1: 市场预测美联储 7 月会议上大概率加息 75BP



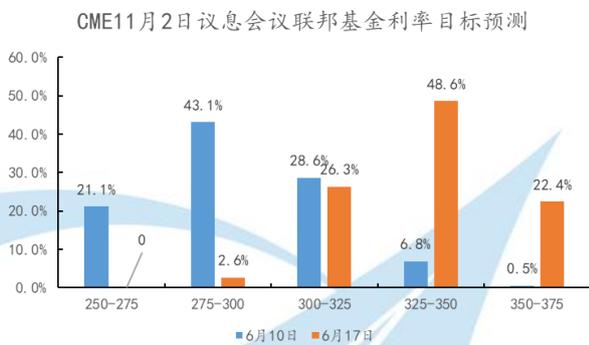
资料来源: CME, 中航证券研究所 (注: 横轴单位为 BP)

图表 2: 市场对美联储 9 月会议上目标利率



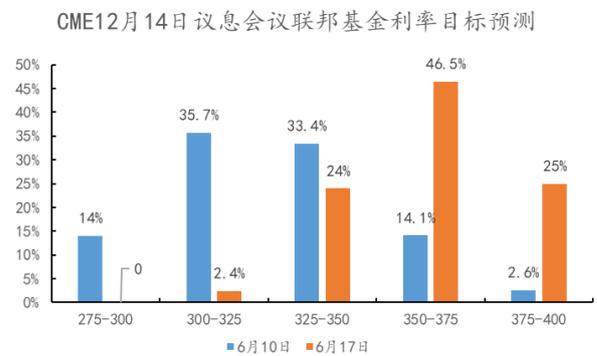
资料来源: CME, 中航证券研究所 (注: 横轴单位为 BP)

图表 3: 市场预测美联储 11 月会议上目标利率



资料来源: CME, 中航证券研究所 (注: 横轴单位为 BP)

图表 4: 市场预测美联储 12 月会议上目标利率



资料来源: CME, 中航证券研究所 (注: 横轴单位为 BP)

图表 5: 美债收益率走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 6: 美元走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 7: 人民币汇率走势



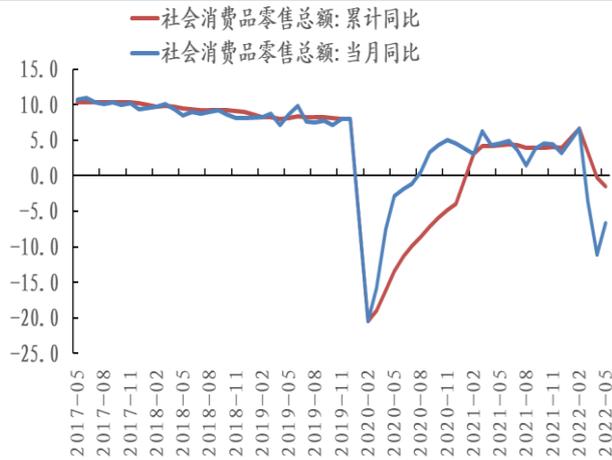
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 8: 中美利差倒挂程度加深 (%)



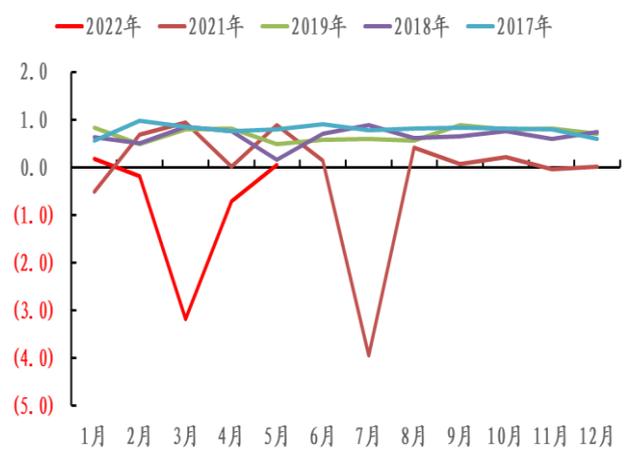
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 9：社零同比增速走势 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

图表 10：社零环比增速走势 (%)



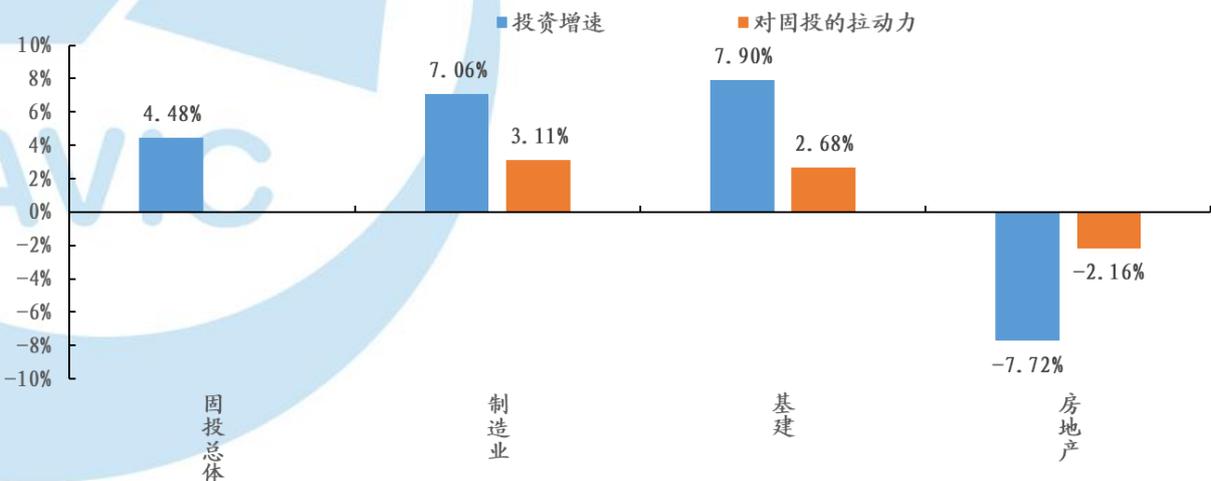
资料来源：wind，中航证券研究所

图表 11：主要零售商品类别对限额以上企业商品零售额当月增速的拉动

商品类别	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2021-12	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05
粮油、食品类	1.27%	1.03%	1.27%	0.97%	1.09%	1.38%	1.04%	1.00%	0.97%	1.38%	1.54%	1.40%
石油及制品类	1.17%	0.65%	1.42%	3.03%	1.88%	2.35%	3.69%	2.14%	1.70%	3.03%	2.63%	2.66%
中西药品类	0.40%	0.31%	0.45%	0.28%	0.33%	0.32%	0.21%	0.32%	0.37%	0.34%	0.32%	0.28%
饮料类	0.14%	0.10%	0.20%	0.21%	0.18%	0.24%	0.15%	0.19%	0.21%	0.38%	0.51%	0.32%
烟酒类	0.10%	-0.20%	0.20%	0.22%	0.23%	0.35%	0.40%	0.53%	0.38%	0.40%	0.48%	0.40%
文化办公用品类	-0.07%	-0.11%	0.24%	0.25%	0.19%	0.32%	0.27%	0.58%	0.51%	0.37%	0.72%	0.29%
建筑及装潢材料类	-0.10%	-0.16%	0.01%	0.06%	0.10%	0.17%	0.16%	0.16%	0.17%	0.15%	0.24%	0.25%
家具类	-0.13%	-0.15%	-0.09%	-0.06%	-0.04%	0.07%	0.03%	0.04%	0.07%	0.13%	0.15%	0.13%
通讯器材类	-0.26%	-0.31%	0.11%	0.21%	0.01%	0.02%	1.32%	0.74%	-0.63%	0.00%	0.73%	0.30%
化妆品类	-0.29%	-0.51%	-0.18%	0.17%	0.05%	0.30%	0.17%	0.09%	0.00%	0.06%	0.36%	0.37%
金银珠宝类	-0.32%	-0.48%	-0.34%	0.45%	0.00%	0.10%	0.22%	0.35%	0.15%	0.24%	0.40%	0.37%
日用品类	-0.32%	-0.47%	-0.04%	0.51%	0.78%	0.43%	0.16%	0.02%	-0.01%	0.60%	0.68%	0.61%
家用电器和音像器材类	-0.64%	-0.44%	-0.26%	0.64%	-0.39%	0.47%	0.52%	0.36%	-0.31%	0.52%	0.73%	0.20%
服装鞋帽、针、纺织品类	-1.47%	-1.96%	-1.08%	0.47%	-0.23%	-0.05%	-0.34%	-0.42%	-0.50%	0.62%	1.07%	1.12%
汽车类	-4.82%	-9.93%	-2.30%	1.14%	-2.40%	-2.58%	-3.59%	-3.74%	-2.29%	-0.57%	1.34%	1.98%
限额以上企业商品零售总额	-5.30%	-13.30%	-0.42%	9.10%	1.70%	4.30%	4.70%	2.70%	0.80%	7.70%	12.80%	11.10%

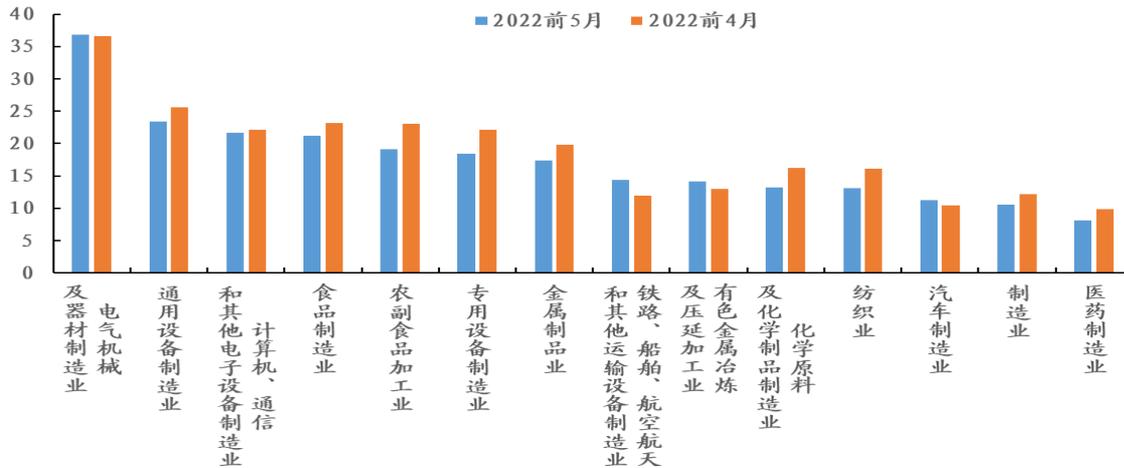
资料来源：wind，中航证券研究所

图表 12：2022 年 5 月固投及主要分项投资增速及拉动力



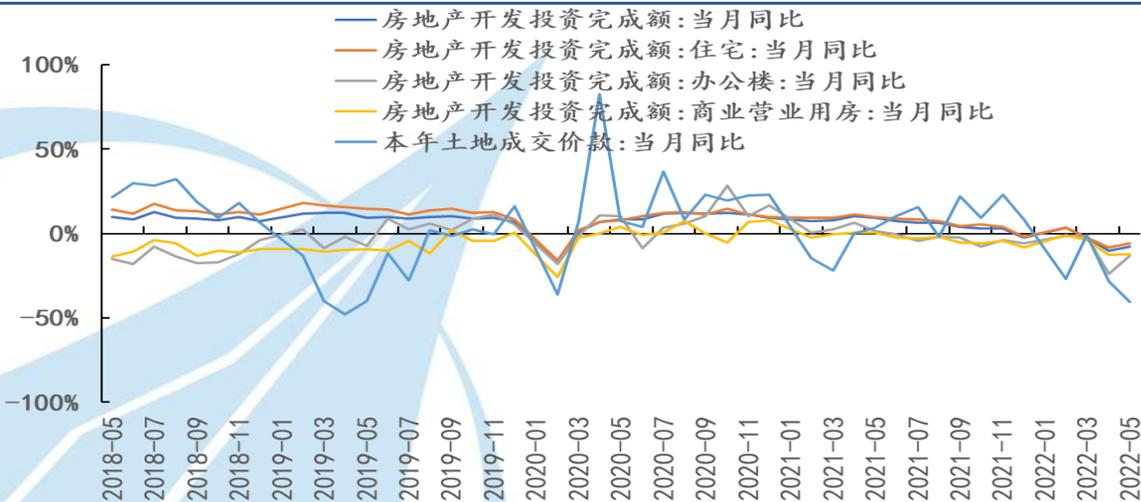
资料来源：wind，中航证券研究所

图表 13: 5月多数制造业子行业累计投资增速较4月下行(%)



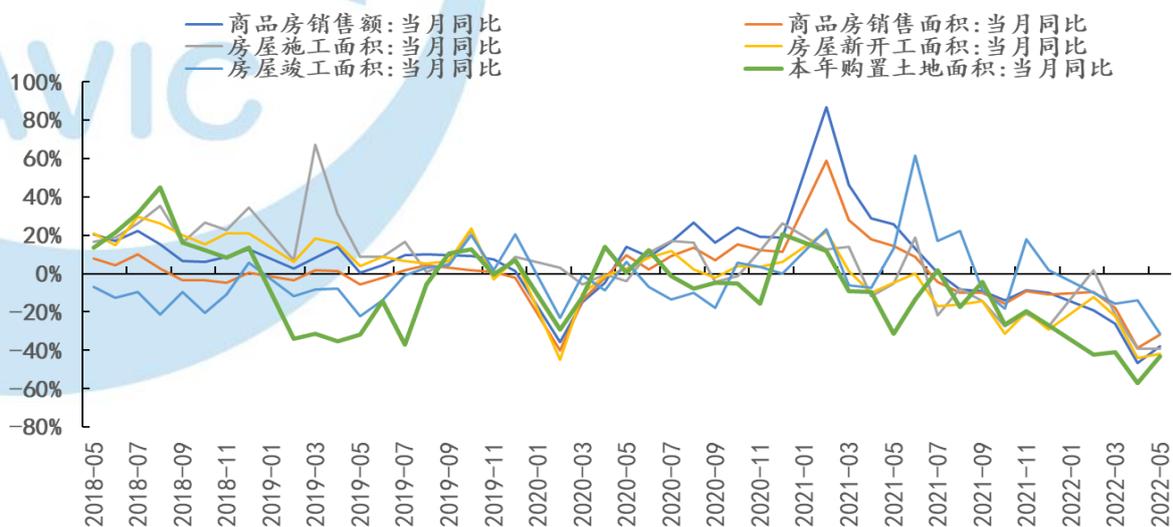
资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 14: 房地产开发投资完成额相关数据当月同比走势



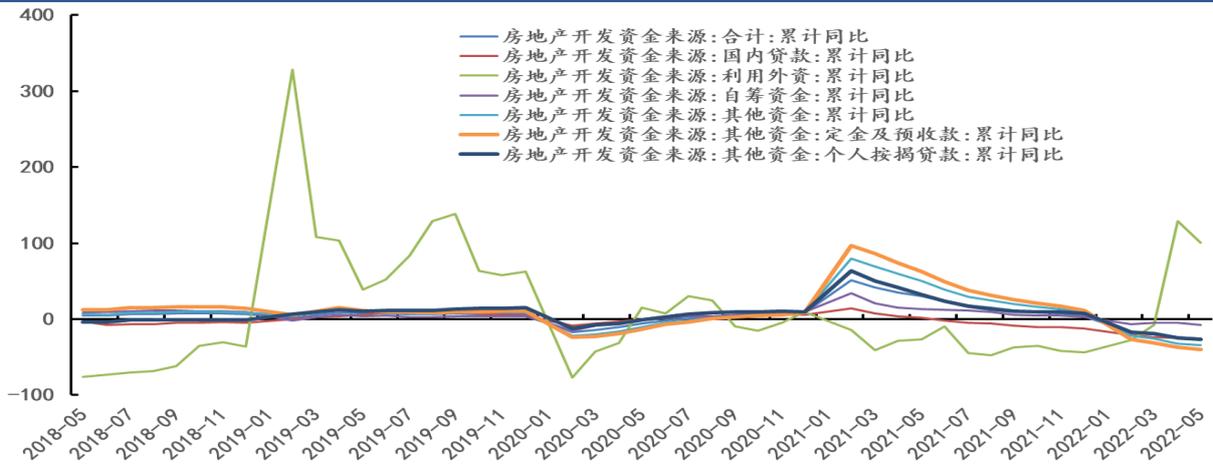
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021年为两年复合增速)

图表 15: 房屋销售、施工及土地购置同比走势



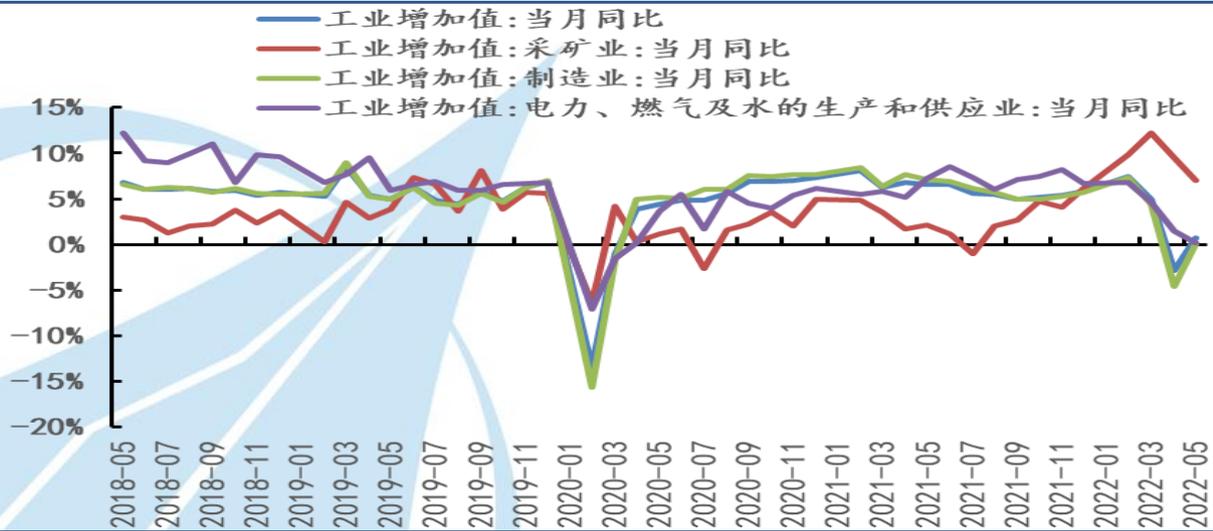
资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021年为两年复合增速)

图表 16: 房地产开发资金到位情况走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 17: 工业增加值及其三大子行业同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 2021 年为两年复合增速)

图表 18: 今年 18 大城市地铁客运量同比

	下滑幅度较上期加深城市数	合计	北京	上海	广州	成都	南京	武汉	西安	苏州	郑州	重庆	深圳	长沙	昆明	南宁	东莞	石家庄	厦门	合肥
6月上旬	1	-19.4%	-63.2%	-61.6%	82.8%	-4.0%	-11.5%	-1.5%	-9.5%	-13.3%	-41.5%	-1.3%	0.8%	-8.8%	-0.8%	21.0%	17.5%	-11.2%	27.3%	12.6%
5月下旬	10	-38.5%	-87.0%	-99.8%	1.5%	-9.7%	-23.7%	-7.2%	-18.6%	-25.8%	-49.0%	-11.7%	-5.0%	-15.3%	-25.0%	-0.4%	-19.8%	-18.4%	30.2%	6.0%
5月中旬	2	-41.0%	-77.2%	-	-22.9%	-6.5%	-20.7%	-3.9%	-14.9%	-31.1%	-63.7%	-15.3%	-14.3%	-13.0%	-15.1%	1.0%	-26.2%	-14.6%	24.7%	9.8%
5月上旬	14	-45.3%	-67.4%	-100.0%	-33.8%	-12.8%	-38.2%	-27.0%	-27.9%	-64.0%	-88.0%	-14.9%	-17.4%	-34.7%	-27.6%	-10.2%	-40.0%	-31.2%	-16.4%	-32.4%
4月下旬	6	-38.6%	-33.8%	-100.0%	-29.8%	-12.3%	-39.1%	-31.4%	-26.0%	-71.9%	-43.9%	-7.7%	-13.9%	25.3%	-19.2%	-5.5%	-26.4%	-23.5%	25.5%	-48.8%
4月中旬	5	-41.4%	-13.3%	-100.0%	-50.8%	-18.0%	-42.9%	-34.3%	-47.9%	-69.4%	-41.3%	-8.1%	-17.1%	-30.6%	-25.6%	-28.5%	-39.7%	-18.6%	19.3%	-33.7%
4月上旬	17	-43.4%	-24.0%	-100.0%	-28.7%	-32.9%	-57.4%	-15.4%	-30.3%	-56.4%	-50.9%	-20.5%	-31.1%	-61.9%	-45.6%	-36.1%	-51.3%	-28.3%	-9.5%	-43.3%
3月下旬	9	-35.6%	-14.8%	-84.6%	-21.3%	0.0%	-65.8%	-10.0%	-29.8%	-46.9%	-38.2%	-17.3%	-41.2%	-60.1%	-37.3%	-20.7%	-50.4%	-9.5%	-5.5%	-20.4%
3月中旬	17	-39.6%	-19.2%	-68.1%	-31.7%	-5.3%	-45.2%	-19.9%	-57.3%	-42.2%	-25.3%	-20.7%	-87.5%	-16.4%	-52.8%	-13.1%	-79.1%	-5.0%	0.8%	-4.0%
3月上旬		-8.1%	3.9%	-5.0%	-4.9%	-10.1%	3.6%	-30.9%	-16.4%	-25.0%	-11.3%	5.4%	-41.3%	9.9%	-9.1%	6.6%	-27.5%	18.0%	46.7%	28.7%
5月	5	-41.5%	-77.9%	-99.9%	-19.2%	-9.6%	-27.6%	-12.9%	-20.6%	-40.7%	-66.5%	-13.9%	-12.1%	-21.8%	-22.8%	-3.5%	-29.4%	-21.5%	10.2%	-7.1%
4月	16	-41.1%	-24.0%	-100.0%	-36.4%	-21.1%	-46.7%	-26.9%	-34.7%	-65.7%	-45.5%	-12.1%	-20.5%	-29.1%	-30.4%	-23.6%	-39.7%	-23.4%	12.0%	-42.0%
3月		-28.2%	-10.3%	-54.0%	-19.6%	-4.9%	-38.1%	-19.6%	-34.6%	-38.7%	-25.6%	-11.1%	-56.4%	-24.7%	-33.1%	-9.4%	-53.4%	0.2%	12.9%	0.3%

资料来源: wind, 中航证券研究所 (注: 红色代表今年较去年客流量少, 绿色代表去年较今年客流量少)

图表 19：今年和去年同期商品房成交、土地供应、土地成交及土地成交溢价率对比

	30大中城市商品房成交面积 (万平方米)		100大中城市供应土地面积 (万平方米)		100大中城市成交土地面积 (万平方米)		100大中城市成交土地溢价率	
	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021
6月第二周	265.2	410.7	2536.5	3465.8	915.0	1665.0	5.8	16.6
6月第一周	221.5	463.3	2926.7	2696.5	1287.9	2765.0	3.1	7.9
5月第四周	232.2	412.3	3434.2	2944.7	1658.6	2319.8	3.6	14.8
5月第三周	221.8	425.3	2059.7	2586.2	1495.2	2332.5	3.0	19.7
5月第二周	217.5	457.1	1914.9	1870.4	1411.2	2066.6	2.8	14.5
5月第一周	129.2	307.2	1067.9	1434.0	1019.4	1430.5	1.2	20.1
4月第四周	221.6	458.8	2893.9	4231.1	1908.1	3406.3	6.5	21.2
4月第三周	214.7	419.7	1776.9	2465.3	1832.8	1805.9	4.1	27.8
4月第二周	181.5	410.1	1786.0	2169.2	1467.2	1465.8	2.7	28.6
4月第一周	152.0	367.6	966.0	3242.2	808.2	1470.3	2.2	29.6
3月第五周	255.6	427.1	2483.5	3274.6	2005.3	1814.2	3.0	23.1
3月第四周	233.0	415.4	2561.3	1905.6	1305.5	1447.9	5.0	18.3
3月第三周	184.4	425.0	1391.2	1787.4	992.8	1433.4	4.3	16.4
3月第二周	203.3	377.9	2414.8	1905.1	1211.5	2676.8	5.1	20.1
3月第一周	238.0	412.8	1903.0	1974.5	1737.6	2742.7	4.8	14.0
5月合计	800.7	1601.9	8476.6	8835.3	5584.4	8149.4	---	---
4月合计	769.8	1656.2	7422.8	12107.7	6016.3	8148.3	---	---
3月合计	1114.2	2058.1	10753.9	10847.2	7252.6	10115.0	---	---
6月第二周同比	-35.4%		-26.8%		-45.0%		-65.2%	
6月第一周同比	-52.2%		8.5%		-53.4%		-61.0%	
5月第四周同比	-43.7%		16.6%		-28.5%		-76.0%	
5月第三周同比	-47.9%		-20.4%		-35.9%		-84.8%	
今年5月同比	-50.0%		-4.1%		-31.5%		---	
今年4月同比	-53.5%		-38.7%		-26.2%		---	
今年3月同比	-45.9%		-0.9%		-28.3%		---	

资料来源：wind，中航证券研究所（注：黄色代表今年较去年少，绿色代表去年比今年少，商品房成交每周取值为周日到周六，土地供应、成交及成交溢价率每周取值为周一到周日）

风险提示：疫情变化超预期，经济基本面变化超预期，货币政策变化超预期



投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 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。

我们设定的行业投资评级如下：

- 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。

分析师简介

符畅（证券执业证书号：S0640514070001），经济学硕士，中航证券首席宏观分析师。

刘庆东（证券执业证书号：S0640520030001），经济学硕士，中航证券宏观分析师。

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。

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。