

金融市场分析周报：央行连续 30 亿元逆回购操作，债市情绪谨慎

(2022.07.04-2022.07.08)

报告摘要

- CPI/PPI: 猪肉价格降幅快速收窄推动 CPI 同比超预期上涨, PPI 同比则延续回落态势, 但回落速度放慢。** 尽管蔬菜价格同比继续走弱, 但猪肉及汽油等非食品价格的上涨, 推动 6 月 CPI 上升 0.4 个百分点至 2.5%, 而全球经济衰退担忧升温 and 俄乌冲突影响减退下, 煤炭、有色金属、粮食等大宗商品价格开始回落, PPI 涨幅进一步回落。猪肉价格在 CPI 中的权重和影响较大, 其短期价格的快速上涨主要是由非市场因素所导致, 且已引起政府和市场的高度关注, 生猪市场保供稳价专题会议的召开表明政府并不想看到 CPI 同比涨幅过大, 预计后续 CPI 同比温和上涨的可能性大。随着大宗商品价格趋于下降, PPI 同比将继续回落。
- 资金面分析: 央行罕见每日 30 亿元逆回购操作, 本周公开市场操作小幅净回笼, 月初资金面宽松; 关注下周缴税对于资金面影响。** 本周央行公开市场共有 4000 亿元逆回购到期, 本周央行公开市场累计进行了 150 亿元逆回购操作, 因此本周央行公开市场净回笼 3850 亿元。跨半年结束, 央行罕见进行每日 30 亿元逆回购操作, 公开市场大额净回笼, 但对于资金面影响有限, 月初资金面整体宽松。二季度在疫情影响下资金面整体维持宽松, 目前来看疫情影响最强烈的时间已经过去, 央行缩减每日逆回购金额至 30 亿元, 可能也在提醒市场

主要数据

上证指数	3284.2918
沪深 300	4321.4617
深证成指	12508.8858

主要指数走势图



作者

符畅 分析师
SAC 执业证书: S0640514070001
联系电话: 13436882415
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC 执业证书: S0640520030001
联系电话: 18516956467
邮箱: liuqd@avicsec.com

相关研究报告

总量结构同步改善, 经济进一步复苏可期 — 2022-07-13
CPI 继续向上, 猪油共振下三季度同比破 3% 风险加大 — 2022-07-11
美国就业数据再次提振加息预期, 国内下半年或存在宽松退潮风险 — 2022-07-10

资金面将逐步回归常态。7月份为缴税大月，关注下周缴税对于资金面影响。

- **利率债：**6、7月经济及金融数据很难低于预期，市场需要等待下半年政策定调，长端整体处于偏逆风环境。利率在资金面小幅收敛，配合6月社融可能是年内新高带来的宽信用预期的背景下，确有上行压力。但是需要注意，6-7月的社融新高预期是在透支政府债发行的基础上实现的，市场普遍预期三季度信用周期复苏之路不会一蹴而就，因此目前仍然不能看到利率中枢快速突破前期2.85顶的明确信号。综上所述，中期利率中枢缓慢上移，短期仍以震荡为主。
- **可转债：**权益市场延续震荡格局、三大指数再度分化，可转债超六成录得下跌行情。关注消费、新能源汽车板块、聚焦中报行情。本周国内多地再现本土疫情、海外衰退预期升温扰动风险偏好，权益市场先扬后抑、延续震荡格局，三大指数再度分化，可转债显现抗跌属性但超六成录得下跌行情，关注消费、新能源汽车板块、聚焦中报行情。
- **权益市场：**市场分歧加大，军工逆势走强。本周沪指终结周线5连阳，沪弱深强，北向资金流入35.61亿，上证综指最终报收3356.08点。6月房企销售边际改善，融资市场逐渐转暖；机器人应用场景加速升级，关注产业链投资机会；5月金切机床产量降幅收窄，国产化替代持续进行；《数据出境安全评估办法》公布，网安赛道维持高景气。展望后市，国内疫情防控的改善，稳增长政策逐步兑现，我国经济已呈现复苏向上的态势。A股在基本面的带动下也已反弹至疫情前水平。因此，短期A股可能回归震荡走势。投资方面，推荐消费及中报预期盈利较为确定的板块。往后看，首先、疫情平复之后，居民消费场景将进一步修复。可选消费、旅游与餐饮板块有望迎来回升。

- **黄金：**美联储加息压力缓解及美元升值导致金价大跌。本周现货和期货黄金价格下跌均超 3%，且连续四周下跌，主因是美国非农数据大幅好于预期，强化了美联储 7 月继续加息 75 个基点的预期，此外对全球经济衰退担忧的加剧也提振了美元的避险需求，导致美元指数大涨。短期金价或跌至 1700 美元以下，但不存在连续大幅向下的基础，因为国际油价已明显回落，欧美通胀压力将缓解，主要央行加息步伐或放缓，而且美元升值到一定水平后，相对低价的金的配置价值将增大。
- **原油：**全球经济增长担忧进一步拖累油价，暴跌后的反弹也使得跌幅收窄。随着投资者对全球经济衰退前景担忧加剧，油价在上周横盘震荡后，本周继续大跌，周二曾出现暴跌，但在周四周五连续两天反弹后，整体跌幅有所缩小。中国经济边际改善程度不太明显，欧美经济复苏大幅放缓，全球经济增长前景不明朗，而且 OPEC+ 生产一直保持稳定，俄乌冲突的扰动基本消除，国际油价或将进一步回落。
- **黑色产业链：**下游需求未见改善，叠加国际大宗商品价格下跌影响，黑色系商品价格继续下跌。房地产行业整体低迷，下游需求仍未显露出改善迹象，螺纹钢价格继续下跌，但钢厂主动减产也给钢价带来一定支撑，后续应持续关注需求端的边际变化。同时，利润持续受压下，钢厂被动减产，导致对焦炭焦煤需求不足，奔走双焦价格小幅下跌。考虑到国际大宗商品价格已出现回落现象，预计黑色系商品价格将震荡下跌。

- 人民币兑美元汇率分析：6 月份 FOMC 会议纪要透露美联储对抗通胀决心，美元指数本周大幅上行，人民币有所贬值。本周美元指数持续走高，周中一度超 107。本周美联储 6 月份 FOMC 会议纪要公布，纪要显示美联储官员认为 7 月份可能加息 50-75BP，加息可能导致一段时间内经济放缓，但目前关键是降通胀。此外，本周多位美联储官员发言，多数认为 7 月份加息 75BP 是合适的。受美联储 FOMC 会议纪要以及美联储官员发言影响，本周美元指数自周二其快速走高。受美元指数走高影响，人民币本周有所贬值。

风险提示：货币政策超预期收紧 信用风险集中爆发



AVIC



正文目录

一、 本周重点经济数据分析6

1.1 猪肉价格降幅快速收窄超预期推动 CPI 同比上涨, PPI 同比则延续回落态势6

1.2 每周要闻9

二、 固定收益市场分析9

2.1 资金面分析: 央行罕见每日 30 亿元逆回购操作, 本周公开市场操作小幅净回笼, 月初资金面宽松; 关注下周缴税对于资金面影响9

2.2 利率债走势分析: 债券市场需要等待下半年政策定调, 长端整体处于偏逆风环境 11

2.3 存单信用债分析: 存单净融资额由正转负, 信用债发行量、净融资额环比增长, 高评级信用债收益率全面下行、中低评级多数上行 12

2.4 可转债分析: 权益市场延续震荡格局、三大指数再度分化, 可转债超六成录得下跌行情, 关注消费、新能源汽车板块、聚焦中报行情 ... 14

三、 主要资产价格分析 15

3.1 权益市场分析: 市场分歧加大, 军工逆势走强 15

3.3 原油市场分析: 全球经济增长担忧进一步拖累油价, 暴跌后的反弹也使得跌幅收窄 19

3.4 黑色产业链分析: 下游需求未见改善, 叠加国际大宗商品价格下跌影响, 黑色系商品价格继续下跌 20

3.5 人民币兑美元汇率分析: 6 月份 FOMC 会议纪要透露美联储对抗通胀决心, 美元指数本周大幅上行, 人民币有所贬值 21

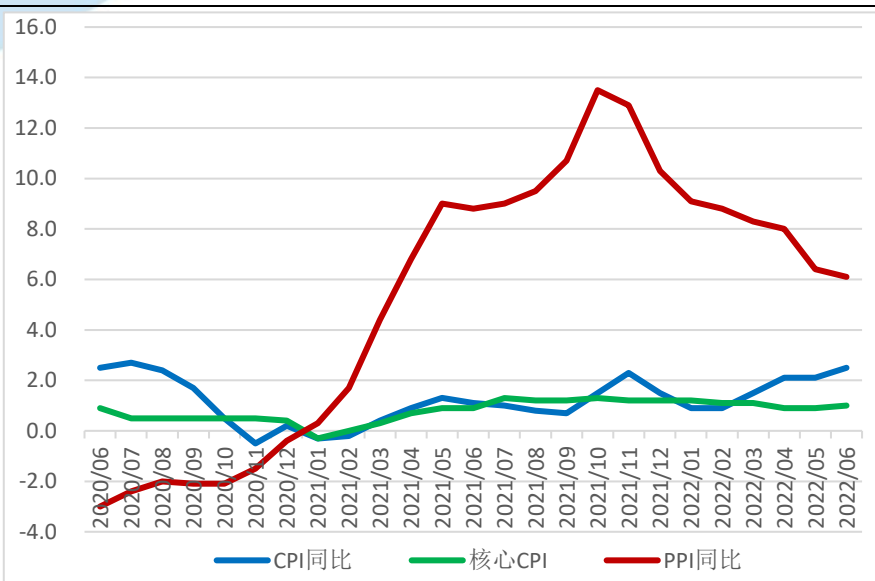
一、 本周重点经济数据分析

1.1 猪肉价格降幅快速收窄超预期推动 CPI 同比上涨，PPI 同比则延续回落态势

尽管蔬菜价格同比继续走弱，但在猪肉以及汽油、服务等价格上涨的推动下，6月CPI保持上升态势，而市场对全球经济衰退的担忧升温，导致部分大宗商品价格回落，带动6月PPI涨幅进一步放缓。国家统计局7月9日公布的全国价格数据显示，6月民消费价格指数（CPI）同比上涨2.5%，较5月上升0.4个百分点，为2020年8月以来最高，扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1%，涨幅扩大0.1个百分点，考虑到当前国内需求整体仍疲软，CPI同比涨幅的扩大的主因应为上游原材料价格高位的成本传导和非市场因素导致的猪肉等食品价格波动；工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.1%，低于5月0.3个百分点，延续2021年11月以来的下行趋势。6月CPI、PPI同比涨幅均高于市场预期。

三季度CPI同比应温和上涨，通胀压力不大，PPI同比降幅将减缓。4月下旬以来，由于突发疫情和企业惜售等原因，生猪价格短期快速回升，引发市场预测新一轮猪周期可能启动。但这些因素主要还是非市场因素，影响主要体现在短期，应看到，生猪产能实质性缺口尚未出现，当前产能水平可以支撑猪价均值回归，不过距离支撑猪价持续高位运行的产能水平仍有差距，另外由于猪肉价格在中国CPI中的权重向来偏高，国家发改委本周召开了生猪市场保供稳价专题会议，也投放了猪肉储备，并与大连商品交易所商讨加强现货期货市场联动监管，充分表明政府并不想让CPI升幅过快。综合以上因素，我们认为后续CPI将继续上升，但涨幅不会太快，实现全年3%以内的CPI目标不会有问题，物价也不会对货币政策和财政政策的执行形成较大制约。而PPI方面，由于俄乌冲突的影响明显减弱，国际原油、有色金属、煤炭等大多数大宗商品价格已经出现下降趋势，PPI同比将延续回落，由于去年三季度涨幅放缓，PPI回落速度预计会减缓。

图 1: 6 月 CPI 同比涨幅扩大，PPI 同比延续回落 (%)

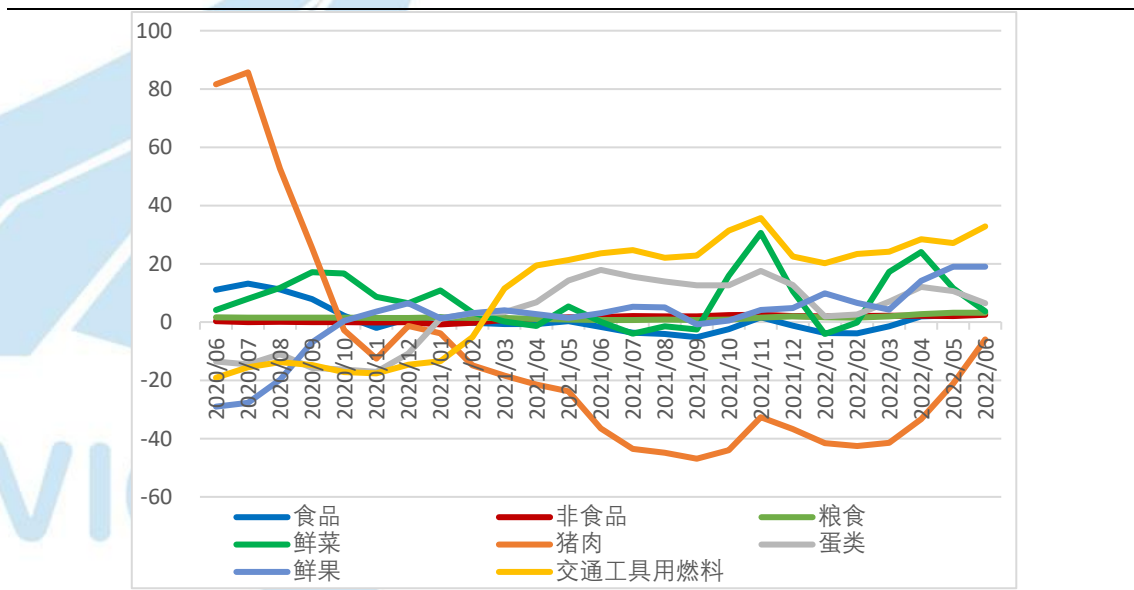


资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

猪肉价格降幅大幅收窄，推动食品价格同比加速上涨，部分原因也在于去年同期基数走低，而非食品价格

在高油价下涨幅继续扩大。根据统计局公布的数据，6月食品价格同比上涨2.9%，涨幅扩大0.6个百分点，影响CPI上涨约0.51个百分点；非食品价格同比涨幅扩大0.4个百分点至2.5%，影响CPI上涨约2.01个百分点。食品中，鲜菜和鸡蛋价格同比涨幅分别回落7.9个、4.9个百分点至3.7%、6.5%；粮食、鲜果价格涨幅与5月持平；猪肉价格同比虽仍下降6%，但降幅大幅收窄15.1个百分点，猪周期有启动迹象。非食品中，国际高油价继续向国内传导，6月交通工具用燃料同比上涨32.8%，扩大5.7个百分点，其中汽油、柴油价格分别同比上涨33.4%和36.3%，加上出行需求回升，拉动飞机票价格上涨28.1%。据统计局测算，在6月2.5%的CPI同比涨幅中，2021年价格变动的翘尾影响约为1.2个百分点，新涨价影响约为1.3个百分点。

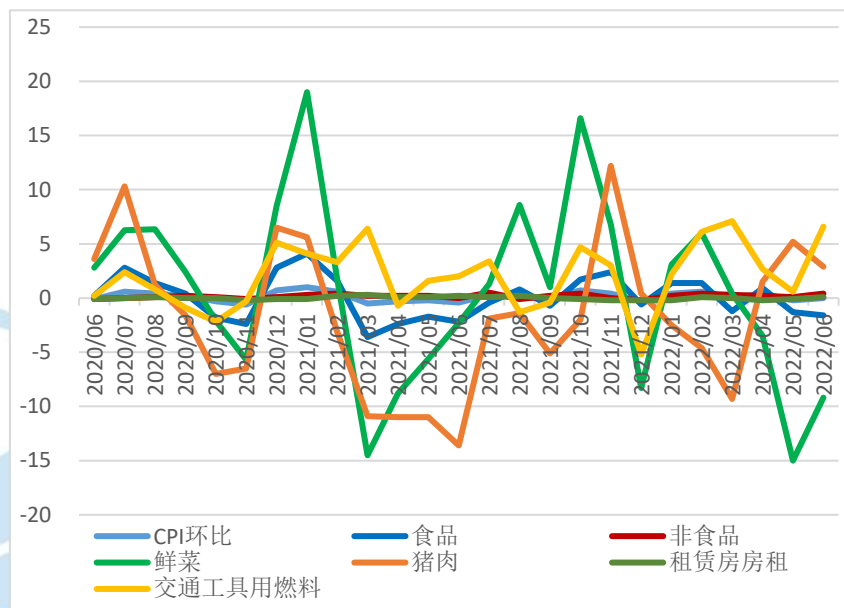
图2：6月食品价格涨幅扩大0.6%，非食品价格扩大0.4%（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

非食品价格涨幅扩大推动CPI环比由负转为持平。CPI环比看，6月CPI由5月的下降0.2%转为持平，其中非食品价格环比上涨0.4%，涨幅扩大0.3个百分点，主要是受国际油价上涨带动，国内汽油和柴油价格环比涨幅扩大6个百分点至6.7%、7.2%；疫情后管控措施放松，服务消费逐渐恢复，宾馆住宿环比价格也由降转升。6月食品价格降幅环比扩大0.3个百分点至1.6%，其中鲜菜、鸡蛋、鲜果和水产品价格环比均下降，降幅处在1.6%-9.2%不等，但受部分养殖户压栏惜售等影响，猪肉价格环比继续上涨2.9%。

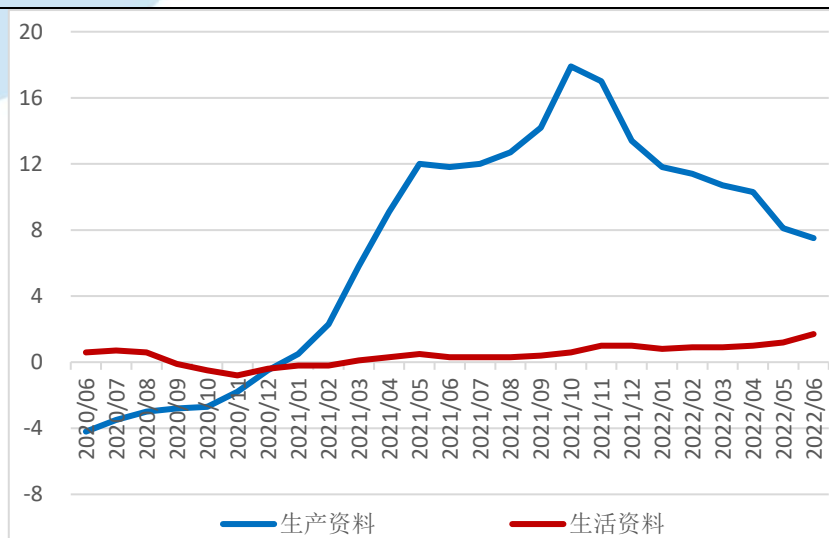
图 3: 6 月非食品价格涨幅较大推动 CPI 环比上升 (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

PPI 同比涨幅回落主要体现在生产端，生活资料涨幅反而扩大。6 月，生产资料价格同比涨幅回落 0.6 个百分点至 7.5%，石油和天然气开采业、农副食品加工业同比涨幅扩大，但煤炭开采和洗选业、有色金属冶炼和压延加工业同比涨幅回落，黑色金属冶炼和压延加工业价格降幅扩大；生活资料价格上涨 1.7%，涨幅扩大 0.5 个百分点，表明通胀压力正逐渐向下游传导。据测算，在 6 月 6.1% 的 PPI 同比涨幅中，2021 年价格变动的翘尾影响约为 3.8 个百分点，新涨价影响约为 2.3 个百分点。

图 4: 6 月 PPI 涨幅回落主要由煤炭、有色金属等生产资料价格所导致 (%)

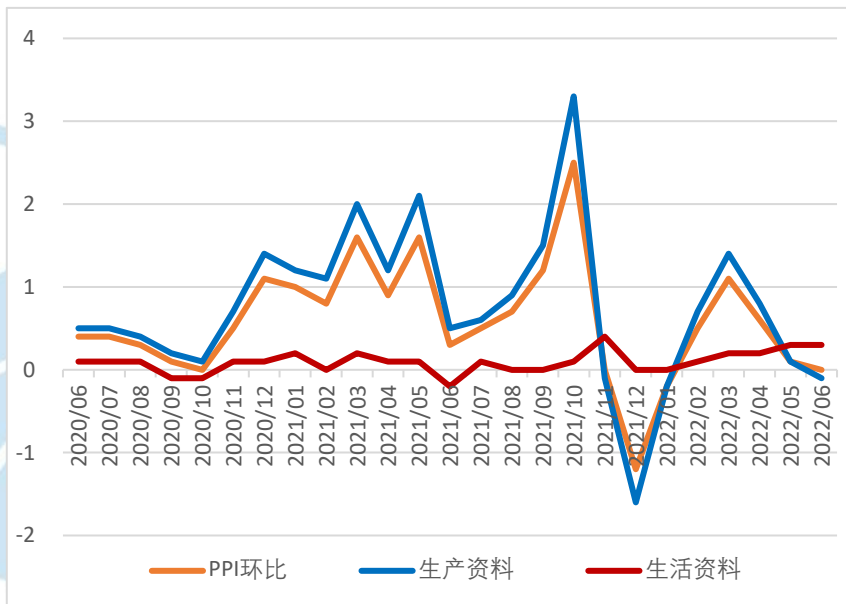


资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

生产资料环比下降也拉低了 PPI 环比涨幅，但与老百姓息息相关的生活资料价格有不断上涨的迹象。环比看，PPI 由 5 月上涨 0.1% 转为持平，为 2 月以来最低，其中生产资料价格由上涨 0.1% 转为下降 0.1%；生活资

料价格上涨 0.3%，与 5 月持平。受投资增速放缓和需求疲软等因素影响，钢材、水泥等行业需求相对较弱，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比小幅下降，不过国际原油仍偏高带动石油和天然气开采业价格、石油煤炭及其他燃料加工业等行业价格环比均有不同程度上涨。

图 5：生产资料价格继续回落导致 6 月 PPI 环比由小幅上涨转为持平（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.2 每周要闻

1、发改委：灵活采取多种方式盘活不同类型存量资产

发改委印发《关于做好盘活存量资产扩大有效投资有关工作的通知》，提出 8 方面具体要求，包括建立协调机制、建立盘活存量资产台账、灵活采取多种方式盘活不同类型存量资产、推动落实盘活条件、加快回收资金使用、加大配套政策支持力度、开展试点示范、加强宣传引导和督促激励等。

2、票交所公布 2667 家持续逾期承兑人，含融创系、世茂系、绿地系旗下多家企业

上海票交所发布《截至 2022 年 6 月 30 日持续逾期名单》。2022 年 1 月 1 日至 2022 年 6 月 30 日出现 3 次以上付款逾期，且截至 2022 年 6 月 30 日有逾期余额或 2022 年 6 月当月出现付款逾期的承兑人数量为 2667 家。其中，2022 年 6 月当月新增 518 家，涉及融创系、世茂系、绿地系旗下多家企业。

二、固定收益市场分析

2.1 资金面分析：央行罕见每日 30 亿元逆回购操作，本周公开市场操作小幅净回笼，月初资金面宽松；关注下周缴税对于资金面影响

1) 央行的公开市场操作：央行罕见每日 30 亿元逆回购操作，本周公开市场操作小幅净回笼

本周央行公开市场共有 4000 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 150 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场净回笼 3850 亿元。下周央行公开市场将有 150 亿元逆回购到期，其中周一至周五均到期 30 亿元，此外下周五（7 月 15 日）还将有 1000 亿元 MLF 到期。

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	-1000	-1100	-1000	-800	-100
7 天	30	30	30	30	30
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	-970	-1070	-970	-730	-70

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: 月初资金面宽松。跨半年结束, 央行罕见进行每日 30 亿元逆回购操作, 公开市场大额净回笼, 但对于资金面影响有限, 月初资金面整体宽松, 隔夜及 7d 价格整体回到跨半年前水平。本周五银行间回购利率 R001 加权平均降至 1.2831%, R007 加权平均降至 1.6160%; 交易所回购利率 GC001 加权平均降至 1.6250%, GC007 加权平均降至 1.6450%。

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	1.4783	1.4256	1.2756	1.2914	1.2831
	R007	1.7004	1.7175	1.7054	1.6543	1.6160
	R014	1.8044	1.7554	1.7662	1.7948	1.7084
	R021	1.6978	1.7993	1.7624	1.6613	1.9219
	R1M	1.7940	1.8762	1.8987	1.8525	1.8301
上交所协议回购	206001	3.3950	3.4000	3.3220	3.7610	
	206007	3.5280	4.2040	3.7990	3.9810	3.8810
	206014	4.6780	4.6120	4.5620	4.4660	5.4030
	206021	5.2250	4.8980	5.2130	5.8990	6.3070
	206030	5.8040	5.5990	5.9250	5.8470	5.8710
利率互换定盘: 1Y	FR007	2.2051	2.2095	2.1925	2.1962	2.1903

资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

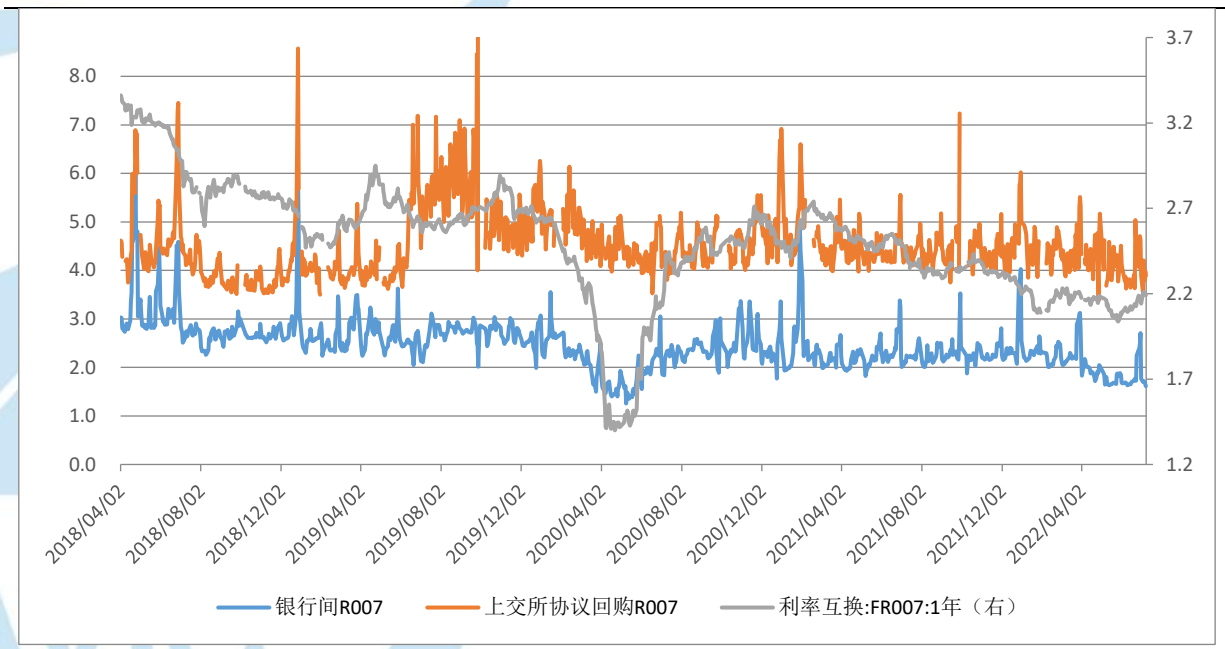
2) 资金面的展望: 关注下周缴税对于资金面影响

近期央行货币政策委员会 2022 年第二季度例会召开, 重点强调了强化跨周期和逆周期调节, 加大稳健货币

政策实施力度、保持流动性合理充裕。二季度在疫情影响下资金面整体维持宽松，目前来看疫情影响最强烈的时间已经过去，央行缩减每日逆回购金额至 30 亿元，可能也在提醒市场资金面将逐步回归常态。

随 6 月份专项债大量发行，7 月初地方债融资额明显缩小，下周政府债净融资额为负，较 6 月份持续下行。此外下周五为缴税申报日，7 月份为缴税大月，虽然财政支持下缴税额度存下降可能，但仍需关注其对资金面的影响。

图 6：本周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

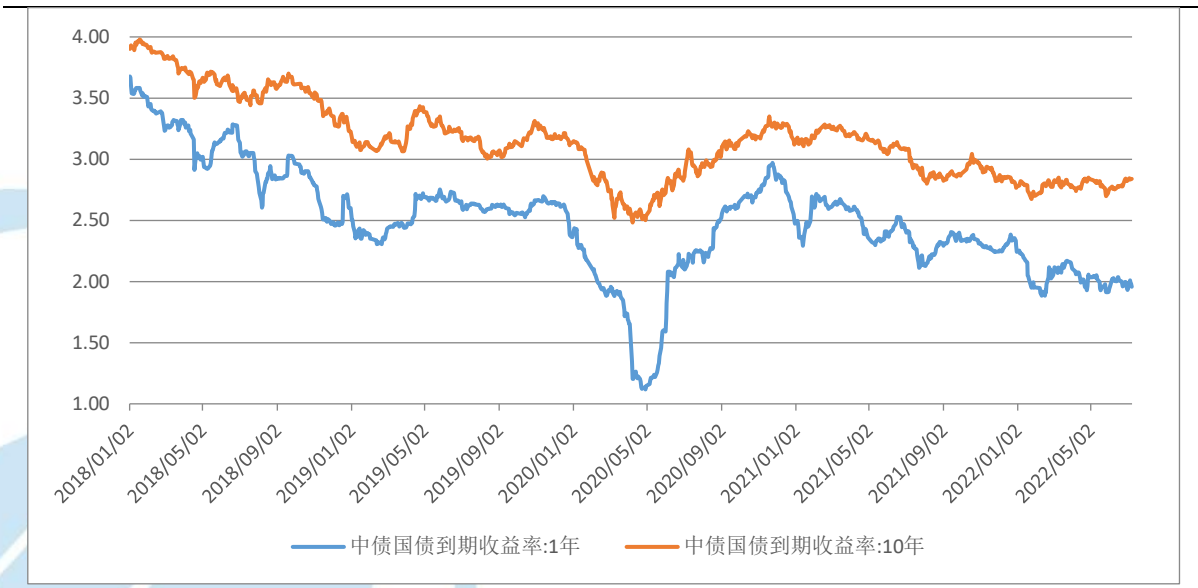
2.2 利率债走势分析：债券市场需要等待下半年政策定调，长端整体处于偏逆风环境

1) 利率债走势复盘：央行连续小额投放，资金面宽松，债市弱势

跨季之后，央行投放明显缩量，持续大额净回笼，资金面依旧宽松，但债市走势纠结。周一，央行开展 30 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.10%，当日 1000 亿元逆回购到期，因此当日净回笼 970 亿元，逆回购明显缩量，这种预期差让债市明显下挫，当日发改委召开了生猪市场保供稳价专题会议，提醒企业不得囤积居奇、哄抬价格，不得串通涨价，债市收益率进一步上行；周二，央行展 30 亿元 7 天期逆回购操作，当日 1100 亿元逆回购到期，因此当日净回笼 1070 亿元，当日债市表现强势，在 6 月财新服务业 PMI 为 54.5，为 11 个月以来新高一季四季度即开始提前发行 2023 年地方专项债等众多利空消息的刺激之下，债市均跌幅有限并快速收回；周三，央行开展 30 亿元 7 天期逆回购操作，当日 1000 亿元逆回购到期，因此当日净回笼 970 亿元，全国多点疫情反弹，上海部分街道实施 3 天 2 检，商品和股市纷纷下挫，市场信息对债市偏多，但市场持续走弱，或由于数据公布临近，市场偏谨慎；周四，央行开展 30 亿元 7 天期逆回购操作，当日 800 亿元逆回购到期，当日净回笼 770 亿元，上海疫情确诊人数增加，另外彭博消息称中国财政部正考虑下半年发行 1.5 万亿专项债用于提振国内经济，市场表现较为纠结；周五，央行开展 30 亿元逆回购操作，当日 100 亿逆回购到期，净回笼 70 亿，债券

市场消息面平静，多空双方再度进入了僵持状态，长债收益率仅微幅下行。本周 10 年国债活跃券 220010 累计上行 1.25bp 至 2.8375%，10 年国开活跃券 220210 累计上行 2.8bp 至 3.085%。

图 7：本周 10 年期国债收益率上行 (%)



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：债券市场需要等待下半年政策定调，长端整体处于偏逆风环境

央行此次逆回购缩量并不代表政策转向，经济仍在复苏，资产价格泡沫并不明显，央行主动收紧流动性概率较低，但三季度增量财政力度大小，决定了货币政策的行为变化。货币政策目标在于促进经济回归合理区间，中介目标在于宽信用，保持流动性高于合理充裕的目的就是要激发信用投放。此次逆回购缩量的时间可能也能持续一段时间，但是本周过后对资金面回笼的冲击已经明显减弱。因此，资金面本身不具备大幅波动的条件。接下来还要看 MLF、结构性货币政策以及其他货币工具的操作思路。大概率仍然还将维持“宽货币现实+宽信用努力”的组合。但是三季度增量财政力度大小，决定了货币政策的行为变化，决定了社融的高度和斜率，也决定了资金利率的走势和下半年长端利率的调整高度。

6、7 月经济及金融数据很难低于预期，市场需要等待下半年政策定调，长端整体处于偏逆风环境。利率在资金面小幅收敛，配合 6 月社融可能是年内新高带来的宽信用预期的背景下，确有上行压力。但是需要注意，6-7 月的社融新高预期是在透支政府债发行的基础上实现的，市场普遍预期三季度信用周期复苏之路不会一蹴而就，因此目前仍然不能看到利率中枢快速突破前期 2.85 顶的明确信号。综上所述，中期利率中枢缓慢上移，短期仍以震荡为主。

2.3 存单信用债分析：存单净融资额由正转负，信用债发行量、净融资额环比增长，高评级信用债收益率全面下行、中低评级多数上行

1) 一级市场发行：存单净融资额由负转正，信用债净融资额环比增长

同业存单方面，本周同业存单发行量约 2,077.20 亿元，环比下降 0.15%，偿还量约 2,466.80 亿元，环比增

长 34.18%，净融资额由正转负，为-389.60 亿元。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 18.73bp 报 1.6415%，3M 期存单平均发行利率较上周上行 12.14bp 报 2.0343%，6M 期存单平均发行利率较上周上行 14.45bp 报 2.1979%，9M 存单平均发行利率较上周上行 26.55bp 报 2.5377%。

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约 2,472.93 亿元，环比增长 18.40%，偿还量约 1,787.88 亿元，环比增长 21.95%，净融资额为 685.05 亿元，环比增长 10.05%。

2) 二级市场走势及信用利差：高评级信用债收益率全面下行、中低评级多数上行

信用债二级市场方面，高评级信用债收益率全面下行、中低评级多数上行，AAA 级信用债收益率下行 0.09~1.28bp，AA+级信用债收益率 1 年期、5 年期均上行 0.72bp，3 年期下行 0.11bp，AA 级信用债收益率 1 年期、3 年期分别上行 1.72bp、0.89bp，5 年期下行 0.28bp。

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	2.392	2.50%	-0.28
信用债(AAA):3 年	2.929	5.40%	-0.09
信用债(AAA):5 年	3.299	9.30%	-1.28
信用债(AA+):1 年	2.509	2.40%	0.72
信用债(AA+):3 年	3.108	5.00%	-0.11
信用债(AA+):5 年	3.488	5.90%	0.72
信用债(AA):1 年	2.619	2.80%	1.72
信用债(AA):3 年	3.308	4.70%	0.89
信用债(AA):5 年	3.978	7.20%	-0.28

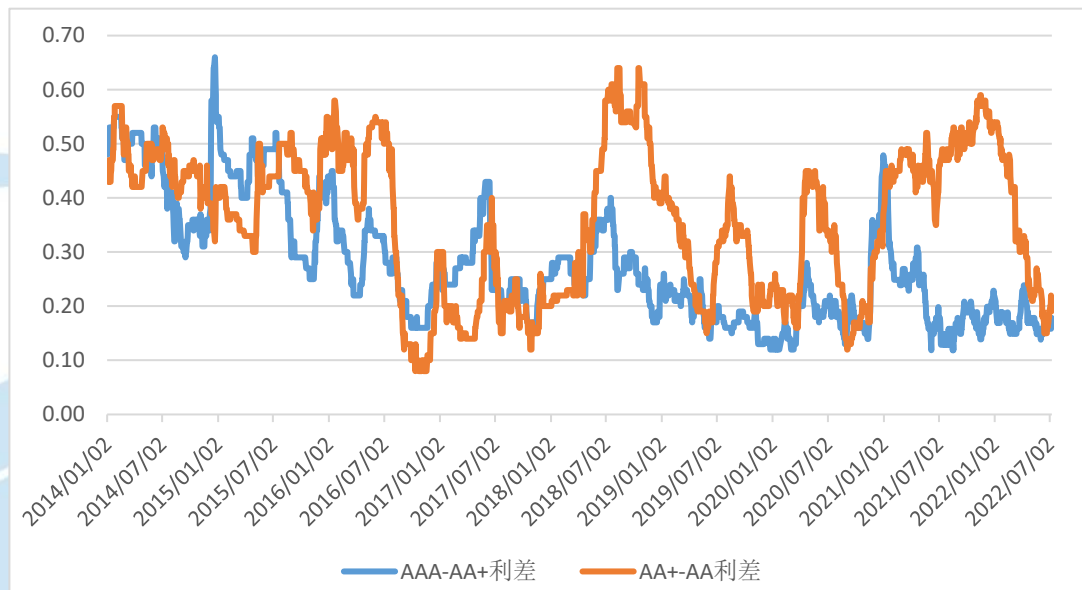
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

信用利差方面，以同期限中短票收益率-国开债收益率测算信用利差，国开债收益率全面上行，各评级及各期限信用利差均有压缩，1 年期各评级信用利差收窄 2.95~4.95bp，3 年期各评级信用利差收窄 4.12~5.12bp，5 年期各评级信用利差收窄 5.39~7.39bp。

期限利差方面，AAA 级 3Y-1Y 利差走阔 0.19bp、5Y-3Y 利差收窄 1.19bp,AA+级 3Y-1Y 利差收窄 0.83bp、5Y-3Y 利差走阔 0.83bp,AA 级 3Y-1Y、5Y-3Y 利差分别收窄 0.83bp、1.17bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差与上周基本持平，仍为 18bp，AA 与 AA+之间的利差走阔 1bp 至 20bp。

图 8：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

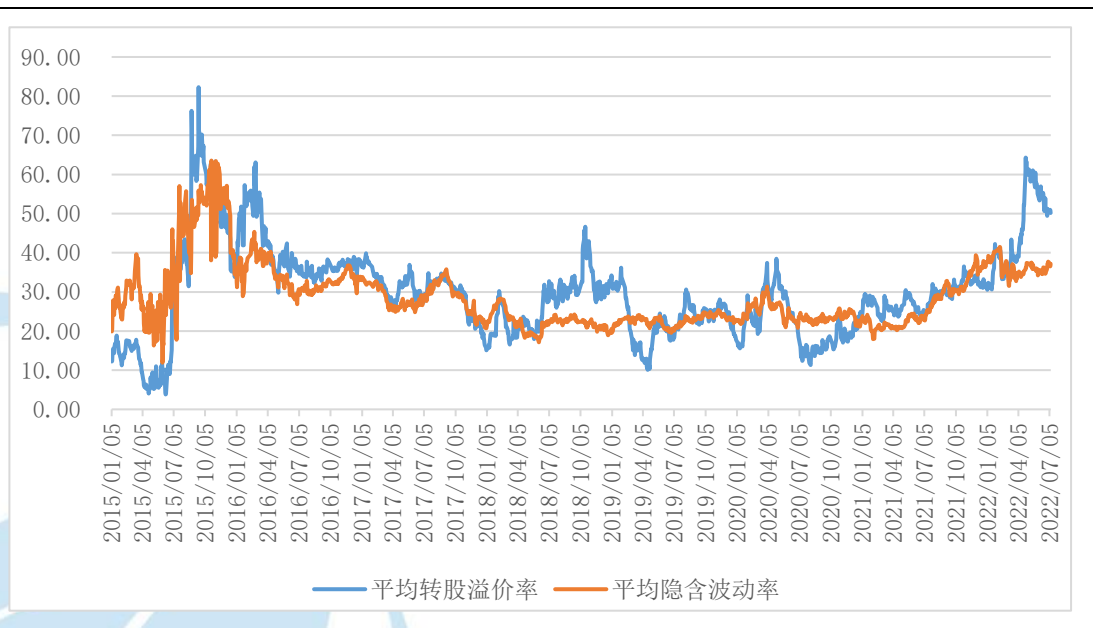
2.4 可转债分析：权益市场延续震荡格局、三大指数再度分化，可转债超六成录得下跌行情，关注消费、新能源汽车板块、聚焦中报行情

1) 可转债走势复盘：权益市场延续震荡格局、三大指数再度分化，可转债超六成录得下跌行情

本周权益市场先扬后抑、延续震荡格局，三大指数再度分化，上证指数冲高至 3400 点之上后有所回调，本周收于 3356.08 下跌 0.93%，深证成指本周下跌 0.03%，创业板指本周上涨 1.28%，中小 100 本周上涨 0.60%。本周转债抗跌属性显现，上证转债下跌 0.07% 至 361.99，深证转债上涨 0.69% 至 314.56，中证转债上涨 0.18% 至 419.39，其中超六成转债录得下跌行情，卡倍转债、日丰转债、川恒转债、交科转债、明泰转债等领跌，上能转债、傲农转债、祥鑫转债、正邦转债、文灿转债等领涨。一级方面，本周道通转债、科利转债、微芯转债、银微转债 4 只转债发行，浙 22 转债、杭氧转债 2 只转债上市。

从近七年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，本周转股溢价率、隐含波动率分别震荡下行 0.83pct、0.58pct，处于 2015 年以来 92%、88% 历史分位数水平。

图 9：近七年转债转股溢价率和隐含波动率趋势图（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2) 可转债展望：关注消费、新能源汽车板块、聚焦中报行情

本周国内多地再现本土疫情、海外衰退预期升温扰动风险偏好，叠加央行逆回购缩量回收流动性，A 股历经两个月的反弹后上涨动力趋弱但成交仍较活跃，经济向好趋势确定，权益市场短期或维持区间震荡。转债配置中可考虑以下方向：1) 工信部将通信行程卡查询结果的覆盖时间范围由 14 天调整为 7 天，文旅部发布通知恢复旅行社和在线旅游企业经营旅游专列业务，疫后经济修复预期下消费板块有望回暖；2) 商务部等 17 部门发布《关于搞活汽车流通扩大汽车消费若干措施的通知》，提出支持新能源汽车消费，研究免征新能源汽车车辆购置税政策到期后延期问题，深入开展新能源汽车下乡活动，政策利好不断，新能源汽车发展强劲、高景气延续；3) 当前处于业绩预告、半年报披露窗口期，聚焦中报行情下盈利兑现确定性较高的标的。

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：市场分歧加大，军工逆势走强

1) 权益市场走势复盘——A 股多头趋势不改，创业板短期遇压力

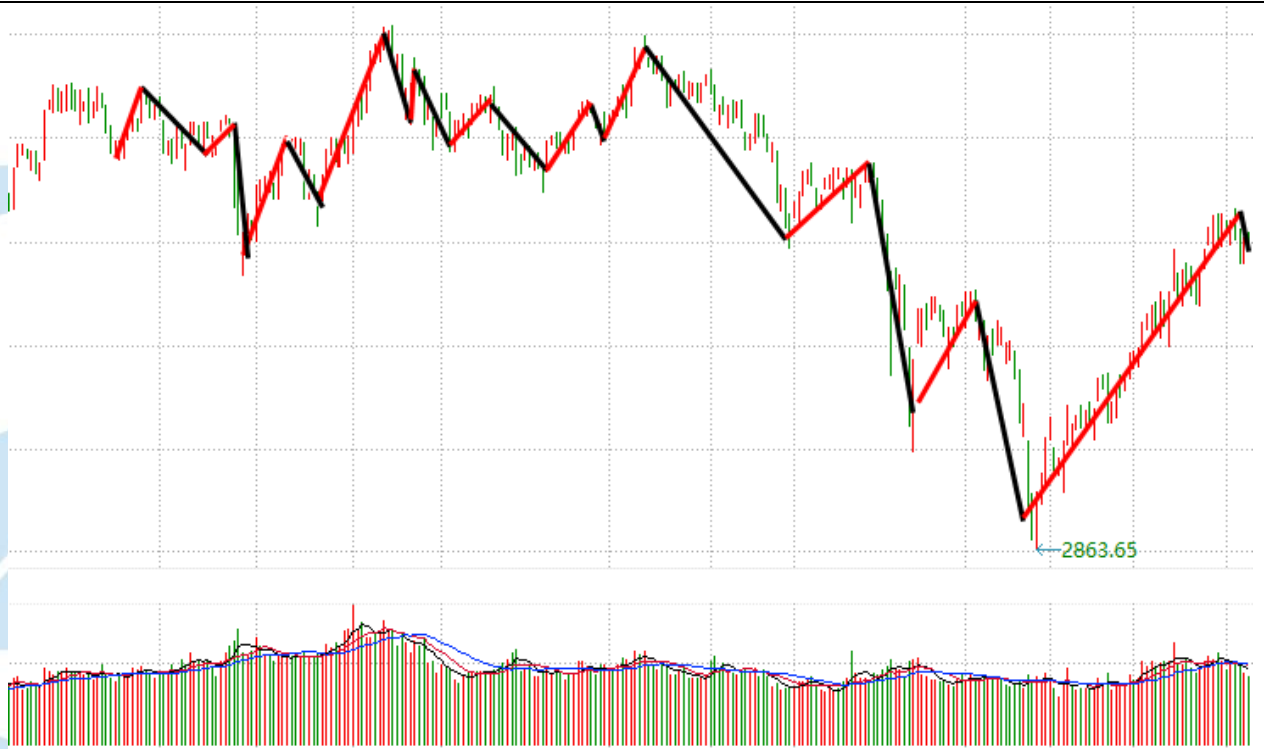
本周沪指终结周线 5 连阳，沪弱深强，北向资金流入 35.61 亿。上证综指最终报收 3356.08 点，本周下跌%。同期深证成指下跌 0.03%，创业板上涨 1.28%。量能方面，沪指温和缩量，创业板边际走强。盘面方面，受特斯拉机器人概念影响，机器人相关板块走强。

本周猪肉股表现亮眼，低估值风格补跌。市场结构方面，高景气汽车产业链板块短期依旧强势，市场总量行情转变为。北上资金持续流入，本周合计流入 35.61 亿元。本周成长强于价值，其中上证 50 下跌 1.71%，沪深 300 下跌 0.85%，中证 500 下跌 0.53%，创业板 50 上涨 1.13%，国证 2000 上涨 0.06%。茅指数下跌 2.25%，宁组合上涨 0.96%。本周权重股走弱，创业板 50 较强。

本周五个交易日，30 个中信一级行业中 11 个行业实现上涨，其中农林牧渔、电力及公用事业、电力设备及

新能源分别上涨 6.69%、2.92%、2.65%。19 个行业下跌，其中消费者服务、建材、房地产分别下跌 4.72%、4.56%、3.73%。总体来看，本周高景气板块超跌反弹，行业层面跌多涨少，猪肉股一枝独秀。

图 10：市场窄幅震荡，板块效应消退。



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，美股三大指数较上周均上涨，道指本周上涨 0.77%，报 31338.1500 点，纳指本周上涨 4.56%，报 11635.3100 点，标普 500 指数本周上涨 1.94%，报 3899.3800 点。

本周一为美国独立日，美股休市一天。在上周下跌之后，本周美国三大股指均不同程度反弹，其中纳指反弹最为明显。本周美联储 6 月份 FOMC 会议纪要公布，纪要显示委员们认为美国经济虽然面临的压力有所增大，但二季度仍将保持增长。受此影响市场对于美国经济衰退的预测短时间减弱，自周三起美国三大股指均转为上行。本周美股通信设备、非必需消费以及信息技术行业表现较好，公共事业行业以及能源行业跌幅较大。

图 11: 美股三大股指走势



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

2) 权益市场展望——市场分歧加大, 军工逆势走强

6月房企销售边际改善, 融资市场逐渐转暖。2022年6月百强房企实现全口径销售金额约8311亿元, 同比下降43.0%, 降幅较上月收窄16.9pct, 环比大幅上升60.1%; 近期上海、杭州、合肥等核心城市均放松了落户政策, 我们认为这将持续支撑销售市场的边际修复。债券融资方面, 本月房企债券融资总额为641.0亿元, 环比上升40.4%, 其中境内债发行规模为552.1亿元, 环比上升52.7%, 海外债发行规模为88.9亿元, 环比下降6.6%。总体来看, 6月房企境内融资市场显著恢复, 建议关注市占率和盈利双肾存在趋势的龙头房企。

机器人应用场景加速升级, 关注产业链投资机会。根据CNBC报道, 马斯克表示特斯拉最早将于2023年开始生产名为Optimus的人形机器人, 原型机将于今年9月30日AIDay现身, 已在替代部分危险、重复性劳动以及填补劳动力缺口。其相关产业链环节包括AI系统(大脑)、机器视觉(眼睛)、屏幕板(面部)、传感器(五官、四肢等)、执行器(四肢)等; 机械产业链主要涉及机器人本体、机器人集成、核心零部件(包括伺服电机、减速器、控制系统和驱动器)等我们认为特斯拉人形机器人的发布具有产业风向标作用, 将推进全球机器替人的趋势。建议关注产业链的投资机会。

5月金切机床产量降幅收窄, 国产化替代持续进行。5月我国金属切削机床产量为5万台, 同比下降18%, 降幅略有收窄1-5月累计产量为23.2万台, 同比减少8.7%。金属成形机床5月产量为4.2万台, 同比增长110%; 1-5月累计产量13.4万台, 累计增长36.7%, 成形机床维持高景气。我国6月PMI为50.2%, 相比5月提升0.6%, PMI新订单为50.4%, 相比5月提升2.2%。PMI综合指数和新订单目前看已重回扩张区间, 疫情冲击影响减弱。同时, 上游大宗商品价格的回落将改善中游制造业的盈利情况。从中长期来看, 我国机床产业链国产化在持续进行, 建议逢低布局机床工具产业链的投资机会。

《数据出境安全评估办法》公布, 网安赛道维持高景气。7月7日, 国家互联网信息办公室公布《数据出境安全评估办法》, 《办法》自9月1日开始实行。国家互联网信息办公室有关负责人表示, 出台《办法》旨在落实《网络安全法》、《数据安全法》、《个人信息保护法》的规定, 规范数据出境活动, 保护个人信息权益, 维护国

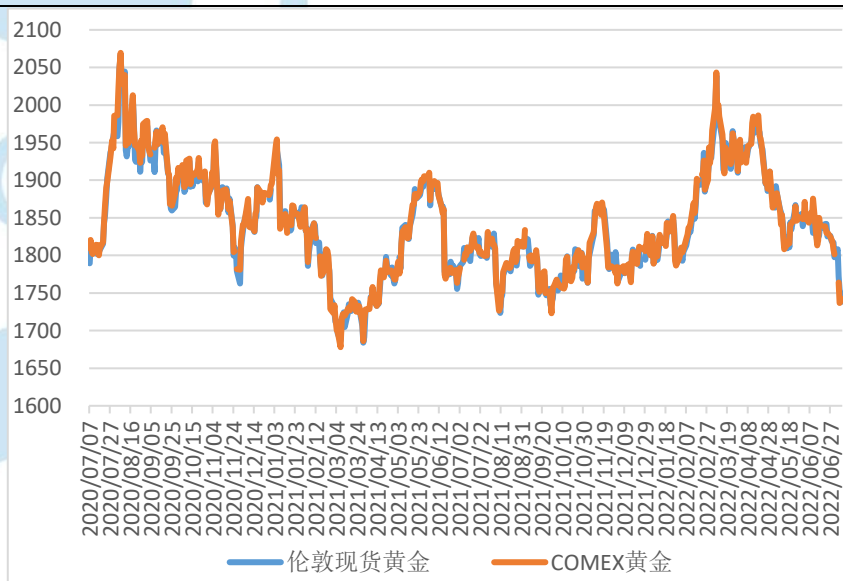
家安全和社会公共利益，促进数据跨境安全、自由流动，切实以安全促发展、以发展促安全。我们认为此《办法》出台，彰显数据安全的战略高度。近年来，数据安全事件频发，敏感数据泄露风险加剧，对数字经济时代的社会环境和国家安全造成巨大威胁，企业运营和个人财产同样面临巨大挑战。数据安全、云安全、移动互联网安全、物联网安全等新兴场景需求的不断出现，印证网络安全高景气度。建议关注网络安全龙头厂商的投资机会。

展望后市，国内疫情防控的改善，稳增长政策逐步兑现，我国经济已呈现复苏向上的态势。A股在基本面的带动下也已反弹至疫情前水平。因此，短期A股可能回归震荡走势。投资方面，推荐消费及中报预期盈利较为确定的板块。往后看，首先、疫情平复之后，居民消费场景将进一步修复。可选消费、旅游与餐饮板块有望迎来回升。

3.2 黄金市场分析：美联储加息压力缓解及美元升值导致金价大跌

周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日下跌9.75美元，或-0.56%，收报于1738.2美元/盎司，全周累计跌幅3.3%；美国COMEX黄金期货结算价上涨2.6美元，或0.15%，收报于1742.3美元/盎司，但全周累计却下跌3.29%。

图 12：本周金价大跌超 3%（美元/盎司）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周现货和期货黄金价格下跌均超过 3%，且为连续四周下跌，主因是美国非农数据大幅好于预期，强化了美联储 7 月继续加息 75 个基点的预期，此外对全球经济衰退担忧的加剧也提振了美元的避险需求，美元指数本周大涨。

美国劳工局本周公布的劳动力市场数据显示 6 月新增非农就业人口 37.2 万，远超预期，6 月失业率 3.6%，符合预期。超预期的数据进一步支持美联储在本月早些时候再次加息 75 个基点的预期，自 3 月以来，美联储已将政策利率累计上调了 150 个基点，市场预计利率将最终上调至 2.75% 附近。不过美联储激进的货币政策态势也加剧了对经济衰退的担忧，但 5 月消费数据仍保持温和增长及房屋开工、建筑许可和制造业生产扩大等也表明美国经济短期陷入衰退的可能性并不高。

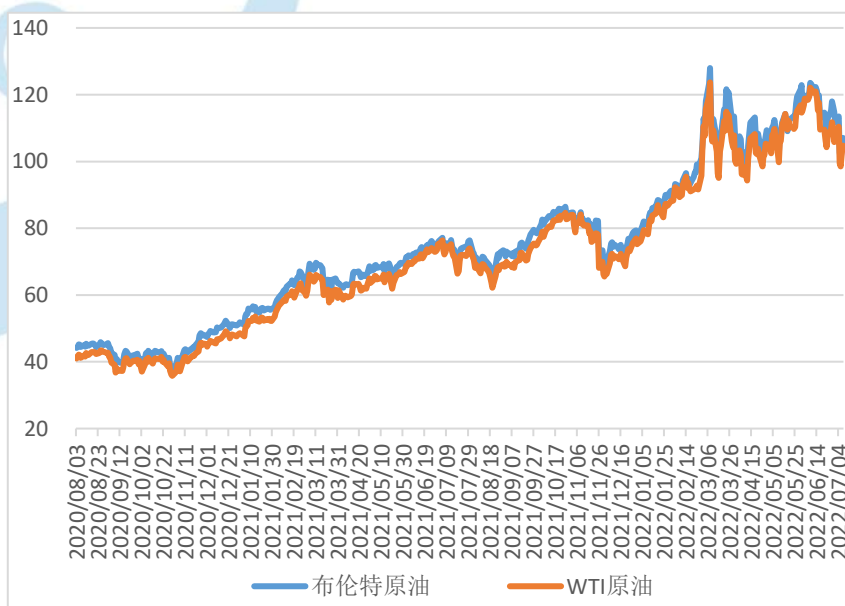
不过市场近期一直存在衰退担忧，尤其是资本市场大跌推动避险美元进一步上涨，但对同样具有避险作用的金价却不利，主因可能是金价仍处高位。一方面，美联储加息以抑制高通胀的策略引发了市场对经济衰退的担忧，另一方面，一些国际研究机构例如野村证券也认为，从2022年最后一个季度开始，美国经济将陷入为期五个季度的轻微但长期衰退。美元指数本周大涨逾2%，并创下2002年10月末以来新高。

金价在高通胀下将展开反弹，但中长期趋势仍处于下跌通道。尽管金价本周似乎加速下跌，市场多数预期或跌至1700美元以下，但我们并不认为短期金价会连续大跌，下周很可能将转入小幅震荡或者反弹，主要逻辑在7月国际油价已开始明显回落，美国国内的通胀压力有所缓解，美联储7月可能继续加息75BP，但之后加息幅度会减小，同时美元升值到一定水平（美国10年国债收益率走低）后，继续升值的压力会增大，其相对于黄金的价值将降低，也就是说黄金的配置价值将凸显，需求将增加，加上短期衰退担忧仍未消退，金价从基本面还是技术上，都大概率价格反弹。

3.3 原油市场分析：全球经济增长担忧进一步拖累油价，暴跌后的反弹也使得跌幅收窄

周五，作为全球基准的布伦特原油期货近月合约结算价较前一交易日上涨2.57美元，或2.26%，收报于每桶107.02美元，但由于周二的暴跌，全周累计仍大跌4.13%；美国WTI原油期货合约结算价上涨2.06美元，或2.01%，收报于每桶104.79美元，全周累计下跌3.36%。

图 13：国际油价周二大跌近 10%，导致本周油价整体大跌约 4%（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

在上周油价横盘震荡后，本周油价继续大跌，周二当天油价一度暴跌近10%，在周四周五两天反弹后，整体跌幅有所缩小。油价大跌的主因仍在于前面导致油价冲高的俄乌局势逐渐明朗，已经投资者对全球经济衰退前景担忧加剧。

对经济衰退的担忧继续令市场尤其是大宗商品市场价格明显承压。一些机构预测美国经济可能在二季度继续萎缩，与此同时，6月加息的央行数量明显增多，因为许多国家的通胀处于数十年来的高位，货币政策收紧年内

不太可能止步。本周美联储一些官员公开宣称支持本月再次加息 75BP，而且美国 6 月非农数据大幅好于预期，也对加息 75 个基点提供一定支撑。不过衰退担忧和加息预期给大宗商品价格带来较大下行压力，煤炭、铜等价格纷纷大跌，市场情绪亦蔓延至原油市场。

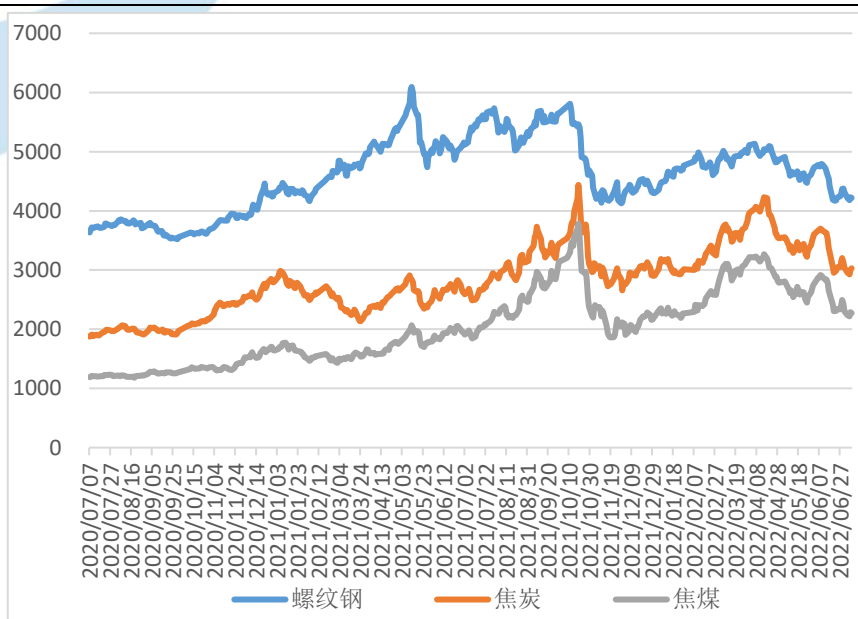
美国原油库存大增也对油价不利。EIA 周四公布的数据显示，截止 7 月 1 日当周，美国原油库存意外大增 823.5 万桶，市场预期为减少 155 万桶，库存增加主要因为美国战略石油储备释放，最近一次释放规模微 580 万桶。美国商业原油库存目前为 4.238 亿桶，仍较往年平均水平低 10% 左右，较高的零售价格也使得炼油厂增加生产，以满足消费者需求，后续原油库存或下降。

油价短期易跌难涨，中长期继续趋于下行。一方面，中国经济边际改善，但恢复至疫情前增速水平的难度偏大，加上最近公布的 PMI 数据显示欧美经济复苏大幅放缓，市场对此解读为全球经济衰退风险加大，对原油需求将下降，这或将进一步导致国际油价回落。另一方面，OPEC+ 保持稳定的生产计划，并没有因其他因素而大幅改变产量，而且俄乌冲突对油价造成的扰动基本消除，整体看，油价易跌难涨。中长期看，未来全球经济增速大概率放缓将影响原油总体需求，叠加越来越多国家制定“碳达峰”“碳中和”目标，未来太阳能、风能、核能等绿色能源将逐渐替代原油等传统能源，原油需求将趋于下降，从而带动油价长期下行。

3.4 黑色产业链分析：下游需求未见改善，叠加国际大宗商品价格下跌影响，黑色系商品价格继续下跌

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周五每吨下跌 95 元，收报于 4220 元/吨，跌幅 2.2%；焦炭价格每吨下跌 12.5 元，收报于 3028.5 元/吨，跌幅 0.41%；焦煤价格每吨下跌 37 元，收报于 2270 元/吨，跌幅 1.6%。

图 14：本周黑色系商品价格继续下跌，已处于下行趋势（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

房地产行业整体低迷，下游需求仍未显露出改善迹象，螺纹钢价格继续下跌，但钢厂主动减产也给钢价带来一定支撑。本周长流程产量延续大幅下降，短流程产量小幅下降，铁水产量减量继续下降，粗钢压产政策预期

较强，钢材成本支撑转弱。国常会强调加大汽车支持力度，30 城地产成交有所回暖，市场需求预期好转，表需延续回升，总库存降幅扩大，未来需求端如何回暖值得关注，预计钢价震荡运行。

利润继续受压导致钢厂被动减产，焦炭焦煤需求仍不足，价格小幅下跌。下游钢厂铁水产量环比下降，对焦炭的需求仍偏弱，好的方面是钢厂焦炭库存普遍偏低，焦炭刚性需求强度尚可，焦企出货有所改善。但伴随焦炭现货提降，加上下游钢厂利润偏低，向前端挤压焦化厂利润，近期焦煤加速跟跌，焦化利润有所修复，但亏损仍然较为普遍，焦炭供应出现阶段性收紧。由于当前高炉检修减产节奏开始放慢，焦企焦煤库存偏低，焦煤需求暂时修复。市场情绪上，近期市场多空信息交织，预计双焦期价将继续震荡。

3.5 人民币兑美元汇率分析：6 月份 FOMC 会议纪要透露美联储对抗通胀决心，美元指数本周大幅上行，人民币有所贬值

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.7098，较上周下跌 0.35%。即期汇率报 6.7051，较上周下跌 0.07%，美元指数报 106.8951，本周上涨 1.7791。

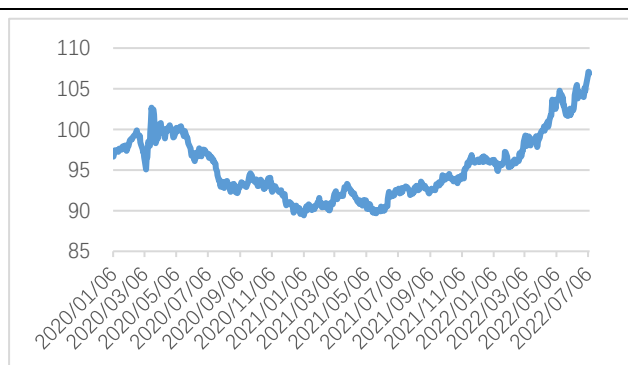
本周美元指数持续走高，周中一度超 107。本周美联储 6 月份 FOMC 会议纪要公布，纪要显示美联储官员认为 7 月份可能加息 50-75BP，加息可能导致一段时间内经济放缓，但目前关键是降通胀。此外，本周多位美联储官员发言，多数认为 7 月份加息 75BP 是合适的。受美联储 FOMC 会议纪要以及美联储官员发言影响，本周美元指数自周二其快速走高。此外，本周公布的美国 6 月份服务业 PMI 不及市场预期，但同时工厂订单以及非农就业人数超预期，整体来看本周的经济数据对于美元指数影响有限。受美元指数走高影响，人民币本周有所贬值。

近期公布的美国宏观数据显示美国经济下行压力增大，但美国通胀数据再次反弹后，美联储已经将控制通胀作为其首要目标，美国宏观经济的变化短期内对于美联储货币政策的影响较小，从中长期来看，美国经济增速下行，货币政策加速收紧下，美国可能加速从滞涨阶段进入衰退阶段，美联储的紧缩周期可能提前结束。

图 15：人民币兑美元汇率中间价下跌



图 16：美元指数上涨



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

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

近期大类资产配置建议

大类资产	分项	配置	策略
权益	价值	标配	由于近年来外资及机构在 A 股市场中逐渐获得资产定价能力，成长风格边际获得溢价。而价值风格的超卖接近历史极值，性价比较高。地方债发行放量，社融有望企稳反弹，利率阶段性上行将压制成长溢价。同时我们认为在企业盈利下行的环境中，高位成长股与低位价值股有望迎来剪刀差的修复。建议标配价值。
	成长	超配	2022 年外部面临美国减债以及全球流动性的拐点，国内高估值成长股难以独善其身；同时在国内宏观经济全面见顶后，中小成长高弹性板块性价比有所下降。短期估值水平过高带来阶段性估值压力风险，短期存在一定估值透支成长；IPO 和再融资延续高速发行，也使得股票供给面存在压力。维持标配，建议重点关注估值合理、内生增长强劲的企业。
	金融	标配	由于 2021 年房地产行业密集“暴雷”，连带市场恐慌情绪爆发，金融板块因此被系统性的杀估值，当前估值处于历史低位水平，银行、保险、地产表现较差。年底政治局会议对房地产方面做出的积极表述，预计地产、银行、保险将边际迎来边际修复的行情；同时，国内金融开发持续推进，资本市场改革不断深入，直接融资比重持续提升，券商长期收益，而 2021 年券商在利润正增长的情况下录的副收益，预计 2022 年同样存在估值修复的行情。考虑到资产质量方面的担忧，短期调整为标配。重点券商板块中资产管理规模占比较大的企业。
	科技	超配	科技行业作为我国转型升级重要的产业方向，长期具备各项政策和资本市场的战略支持。在当下重要的 5G、人工智能、国产芯半导体等产业突破期，具备硬实力科技公司有望进入超预期的景气周期。考虑到 2022 年宏观经济与企业盈利进入下行周期，政府大概率会逆周期调节，而以工业互联网、大数据中心、特高压、充电桩等新基建领域将成为重要政策重要抓手。科技创新凭借自身赛道高成长足以抹掉宏观下行压力，维持超配。建议在估值水平回落后增加配置，重点关注真正具备核心技术实力的硬核科技公司。
	消费	超配	纵观海内外，大消费的长期增长是随着人民追求美好生活的追求高度相关，消费在 GDP 中的占比逐渐扩大。随着国民收入的提升，购买力陆续释放，大消费具备广阔前景。

			近年来，中央政治局提出“国内外双循环”，中国 14 亿人口总量为大消费提供巨大的内生市场，内需消费和服务成为国内经济增长的核心驱动力。微观来看，消费行业具备格局稳定，客户粘性强及现金流优质等优良的商业模式。随着 2022 年 PPI-CPI 剪刀差的收敛，上游原材料的回落有望改善下游消费品的利润率，同时在外围市场的剧烈波动下，必选消费具有“进可攻，退可守”的优势，建议超配。
固收	短端利率债	标配	部分大宗商品价格下行，通胀压力有所缓解，进一步宽货币预期影响下债券收益率已提前下行，但经济转暖信号已现，宽信用未来有望跟随宽货币发力，未来利率走势存不确定性，配置价值有所增加。
	长端利率债	低配	市场降息预期较强，而 12 月份 PMI 等数据已经开始释放基本面转暖信号。目前宽货币已大幅领先宽信用，若后续降息落地，债市可能实现本轮周期最后一涨。长端利率继续下行的空间和动能有限，存在一定的向上调整风险。
	城投债	标配	稳增长诉求下财政政策发力尤其是基建托底经济作用凸显，城投作为基建、保障房、乡村振兴、城市更新项目的重要参与者，短期地位难以撼动，承担重大项目、建设职能突出的核心平台相较于业务边缘、定位模糊的非主平台安全性更高。隐债严控、平台融资约束难言放松，需把控久期、资质和品种。
	产业债	超配	三季度多数行业经营改善，不同行业间现金流、杠杆率分化增大。中央经济会议明确煤炭基础能源地位，煤炭行业长协基准价上调，预计 2022 年煤价将维持在相对较高的水平，煤企盈利空间有一定保障。钢铁行业集中度距离目标值仍较低，关注钢企兼并重组提速中的投资机会。地产债持续分化，风险出清将持续，关注发展稳健、信用资质良好的央企国企。
	可转债	标配	2022 年企业盈利增速大概率下行、流动性将保持中性偏宽松，整体上仍然以结构性行情为主，结合政治局会议相关表述，行情可能会在稳增长和顺科技两条主线中演绎。转债层面，参与节奏上，短期可以适当转向防守，待估值有所压缩之后再行大范围参与。建议投资者后续关注以下方向：(1) 景气行业布局，从行业配置角度，可抓住困境反转和高景气延续两个方向，困境反转方面，一是关注原材料价格回落带来的中游制造、汽车零部件等板块的毛利率修复，二是关注 PPI-CPI 剪刀差收敛大主题下的消费和生猪养殖板块转债。高景气延续可关注绿电、新能源汽车、专精特新等主题；(2)



			稳增长下的银行板块转债和基建类转债；(3) 低价转债。可关注正股波动率较高的和具备一定主题的低价转债；此外，关注转股溢价率较高的医药行业低价转债，或下有修机会； (4) 流动性驱动下的券商、军工类转债。
商品	黑色产业链	超配	在未来数年的新旧能源转换期，“青黄不接”导致的传统能源油、气、煤、电价格高位和高波动是持续值得关注的投资主题。
	原油	标配	2022年，原油供给恢复速度预计强于需求，或将产生供过于求的局面，原油价格预计会有一定的回落。
	黄金	低配	美债实际利率或重启升势将成为压制黄金走势的主因，Taper 触发美元流动性拐点将引发金价回调。

资料来源：中航证券研究所，中航证券资管业务部

AVIC

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限。

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起。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