

金融市场分析周报

(2022.08.01-2022.08.05)

报告摘要

- **进出口数据：**疫情结束后国内企业快速复工复产，高通胀导致国外需求增加，出口增速继续小幅加快。国内企业生产快速恢复，国外需求保持韧性，7月出口增速继续加快，并超出市场预期。除美国外，对东盟等主要贸易对象的出口增速均加快，劳动密集型、汽车等商品出口增速较快，但高新技术产品、机电产品出口放缓。尽管海南等部分城市疫情出现反弹，但大概率不会卷土重来，后续影响不大，全球经济放缓及其带来的需求减弱可能成为未来出口的主要掣肘。
- **资金面分析：**央行公开市场操作小幅净回笼，跨月结束，资金利率中枢下行；下周冲击因素较少，预计资金面仍维持平稳。本周央行公开市场共有160亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了100亿元逆回购操作，因此本周净回笼60亿元。月初资金面整体平稳，冲击资金面的因素较少。随跨月结束，隔夜以及7d资金利率均呈现下行趋势。下周月初政府债融资额为负，同时近期缴税对于资金面的影响有所减少，叠加8月传统上亦非缴税大月，整体来看冲击资金面的因素较少，预计资金面仍将维持平稳。
- **利率债：**房地产行业纾困消息频出，关注修复进程，出口及顺差超预期，美国非农数据强劲，中美利差再次倒挂，债市长端收益率可能难以突破前低。继之前信达纾困佳兆业单体项目之后，本周五郑州纾困基金初步暂定100亿，但仍为特定项目，同日，中国华融宣布与阳光集团签署纾困战略合作协议，可能代表着纾困房企思路的转变，由项目纾困→公司纾困，行业修复进程加速。出口和顺差大超预期，主要为价格拉动，我们应关注全球衰退的背景下，海外需求快速下降对我国出口形成的拖累。美国强劲的超预期非农数据，美债利率大幅

主要数据

上证指数	3227.0267
沪深300	4156.9111
深证成指	12269.213

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: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqdong@avicsec.com

相关研究报告

强劲就业数据下美联储加息预期增加 —2022-08-08
金融市场分析周报: —2022-08-02
制造业 PMI 走弱, 经济复苏基础仍然不牢固 —2022-07-31

上涨，中美利差再次倒挂，下周美国 CPI 数据仍为关注重点，高 CPI 带来的高加息预期，带来利率中枢预期新高，也对国内利率造成一定压力。

- **可转债：权益市场先抑后扬、走势震荡，指数多数收涨，近七成可转债录得下跌行情，关注消费、军工、半导体板块及定价合理的优质新券。** 本周美国众议院议长佩洛西窜访我国台湾地区，地缘局势紧张推升市场恐慌情绪，叠加 7 月制造业 PMI 数据回落、经济复苏不及预期，A 股波动加剧、转债震荡下行，关注消费、军工、半导体板块及定价合理的优质新券。
- **权益市场：地缘危机引 A 股暴跌，TMT 板块崛起。** 本周沪指小幅调整，沪弱深强，北向资金小幅流出 12.33 亿元，上证综指最终报收 3227.03 点。住建部推进城市电网建设，关注火电转型新能源运营标的；两部委引发十四五城市建设规划，环保基础建设大力推进；7 月新能源汽车销量再创新高，锂电总体延续高景气；全球军工景气度抬升，板块长逻辑延续。展望后市，我国目前的稳增长模式正从传统的以房地产和基建为中心逐渐向多元化发展，新基建、新能源、科技等成长领域景气度不断提升，市场成长空间加大，业绩有望迎来高速增长。建议以稳增长和战略支持为主线，布局低估值、确定性强且具备核心竞争力的优质赛道。具体来看，受地缘政治事件的刺激，短期内军工板块将快速上涨。而中期三季度业绩预期逐步兑现或继续支撑军工板块的抬升。推荐布局航空、航天装备产业链。除此之外，大国博弈背景下，高端制造行业将愈发受到重视，建议关注半导体国产替代进程加速背景下成长性、景气度延续的半导体设备、电子化学品等板块。
- **黄金：经济衰退担忧推动金价继续上涨，但美就业数据大超预期也限制其涨幅。** 本周金价整体涨幅不大，但已连续两周上涨，上涨主因是市场仍担忧经济出现衰退导致避险黄金需求增加，不过美国 7 月就业市场数据超预期也抑制了金价涨幅。技术面看，距离上方压力位仍有一定空间，此轮反弹仍未结。基本面看，多数宏观数据同比仍在恶

化，美 7 月 CPI 数据预计放缓，拐点可能出现，美联储加息压力减小，加上真实需求下降，都有利于金价继续反弹。

- **原油：经济衰退担忧继续困扰国际原油市场，油价或转入下行阶段。**本周油价大跌，其中布伦特原油跌幅较大，主因仍是市场担忧经济衰退可能导致原油需求前景变差。一方面，随着主要企业财报的披露，消费数据或将放缓，继续引发对欧美经济衰退及中国经济放缓的担忧加剧；另一方面，伊朗核谈判取得明显进展，伊朗原油将很快进入国际市场，供需紧张局势将得到缓解，短期油价仍易跌难涨。
- **黑色产业链：经济面和情绪面均有好转，但黑色反弹力度较弱，后续或将继续下跌。**近期公布的宏观数据已显示经济出现明显边际改善，加上经过一段时间的连续大跌，市场看空情绪得到充分释放，黑色系价格出现一定能够反弹，但由于房地产、钢铁等先关行业数据表现仍差，其反弹力度相对较弱。后续看，政策刺激规模预计不大，但房地产等行业大概率会迎来一波托底性扶持政策，预计黑色系价格将转入震荡行情。
- **人民币兑美元汇率分析：美国 7 月份非农数据大幅超预期，美元指数波段上行，人民币兑美元即期汇率走弱。**本周开始美元指数就上周有所反弹，同时多位美联储官员发言，整体表示目前美国通胀仍严峻，美联储加息尚未结束。受此影响，本周前半周美元指数较上周有所反弹。本周四英国央行宣布加息 50BP，英镑走强下美元指数一度走弱。本周五公布的美元指数大幅超预期，显示美国就业市场仍火爆，也为美联储后续持续加息提供了支撑，当日数据公布后美元指数大幅调升。受美元指数走高影响，本周人民币兑美元即期汇率走低。

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、 本周重点经济数据分析	6
1.1 进出口数据：疫情结束后国内企业快速复工复产，高通胀导致国外需求增加，出口增速继续小幅加快.....	6
1.2 每周要闻	7
二、 固定收益市场分析	7
2.1 资金面分析：央行公开市场操作小幅净回笼，跨月结束，资金利率中枢下行；下周冲击因素较少，预计资金面仍维持平稳.....	7
2.2 利率债走势分析：7月弱PMI如预期推降利率，佩洛西事件扰动市场，关注下周经济数据出炉，利率下行后反弹.....	9
2.3 存单信用债分析：存单、信用债发行量环比下降、净融资额环比增长，各期限及各评级信用债收益率全面下行，信用利差多数走阔.....	11
2.4 可转债分析：权益市场先抑后扬、走势震荡，指数多数收涨，近七成可转债录得下跌行情，关注消费、军工、半导体板块及定价合理的优质新券.....	12
三、 主要资产价格分析	13
3.1 权益市场分析：地缘危机引A股暴跌，TMT板块崛起.....	13
3.2 黄金市场分析：经济衰退担忧推动金价继续上涨，但美就业数据大超预期也限制其涨幅.....	16
3.3 原油市场分析：经济衰退担忧继续困扰国际原油市场，油价或转入下行阶段.....	17



3.4 黑色产业链分析：经济面和情绪面均有好转，但黑色反弹力度较弱，后续或将继续下跌..... 18

3.5 人民币兑美元汇率分析：美国7月份非农数据大幅超预期，美元指数波段上行，人民币兑美元即期汇率走弱..... 19

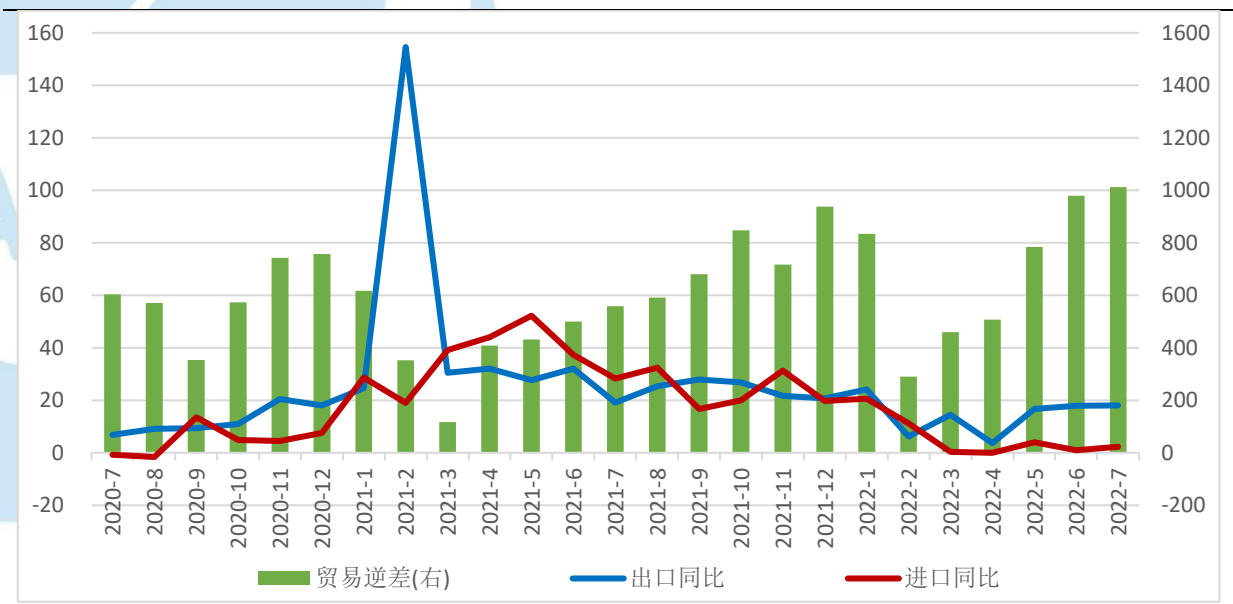


一、 本周重点经济数据分析

1.1 进出口数据：疫情结束后国内企业快速复工复产，高通胀导致国外需求增加，出口增速继续小幅加快

随着此轮爆发疫情基本结束，国内企业生产供应趋向稳定，加上海外经济体高通胀导致对中国商品需求增加，7月出口增速继续攀升，超出市场预期。海关总署8月7日公布的对外贸易数据显示，以美元计，7月出口同比增长18%，较6月提升0.1个百分点；进口同比增长2.3%，较6月提升1.3个百分点，但整体仍低迷；贸易顺差达到1012.7亿美元，高于6月33.3亿美元，从今天2月起连续扩大。对比市场预期值，7月出口表现好于市场预期，进口略低于预期。尽管近期海南疫情恶化，部分其他城市疫情也有所反弹，但国内疫情防控已经转变，疫情冲击大概率不会卷土重来，出口企业生产影响较小，国外经济放缓和需求可能减弱将成为未来中国出口的主要掣肘。

图 1：7月中国出口增速小幅提升至18%，进口增速较6月提升1.3个百分点（%，亿美元）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

除美国外，中国对主要贸易对象的出口增速均有所加快，东盟已经是中国贸易额最大也是增速最快的贸易对象。从主要出口国家或地区看，对日本、东盟的出口同比增速分别加快10.8个、4.4个百分点至19%、33.5%，高于出口总体增速；此前受俄乌冲突影响，中国对欧盟出口增速曾一度放缓，7月则加快6个百分点至23.2%，也高于总体增速；但对美国出口同比增长11%，较6月大幅回落8.3个百分点。

各类型商品出口增速涨跌不一，传统劳动密集型产品增速较高，但机电和高技术产品增速放缓。从主要出口商品看，7月劳动密集型产品出口增速尽管小幅回落，但仍保持一定韧性，箱包、鞋靴出口同比增长41.3%、37.5%，服装类增长18.5%，均高于总体增速；包括口罩在内的纺织品同比增速上升8.2个百分点至16.1%。但高新技术产品、机电产品出口增速仍显低迷，机电产品出口小幅上行至13%，其中医疗仪器及器械增长1.6%，

汽车及底盘因基数较低其增速大幅提高至 64%，而集成电路、手机增速则分别回落 21.8 个、13.1 个百分点至 5.3%、-10.3%；高新技术产品出口同比增速则放缓 5 个百分点至 2.4%。

多数大宗商品进口量仍延续下降趋势，但由于价格走势不同，进口额同比增速有所分化。主要商品进口方面，7 月属于能源的原油、天然气、煤炭进口量减价升，进口量同比分别下降 9.5%、6.9%、22.1%，但进口额同比仍在 25% 以上；农产品中的大豆进口量同比降幅收窄至 9.1%，进口额同比增速大幅回升 20.5 个百分点至 15.7%；属于工业生产原材料的钢材进口量价齐跌，进口量、进口额同比分别下降 24.8%、4.3%；铁矿石进口量同比由降转升至 3.1%，进口额由于价格大跌其同比降幅扩大 7.2 个百分点至 35.6%。

1.2 每周要闻

1、央行召开 2022 年下半年工作会议

央行召开 2022 年下半年工作会议，要求进一步履行好金融委办公室职责，坚持稳中求进工作总基调，保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，保持金融市场总体稳定，巩固经济回升向好趋势，抓好政策措施落实，着力稳就业、稳物价，发挥有效投资的关键作用，保持经济运行在合理区间。会议要求，保持货币信贷平稳适度增长。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。引导金融机构增加对实体经济的贷款投放，保持贷款持续平稳增长。引导实际贷款利率稳中有降。深化金融市场改革，加快推动柜台债券市场发展，建立完善债券托管、做市、清算、结算等多层次基础设施服务体系。

2、国家发改委：保持经济运行在合理区间，努力争取全年经济发展达到较好水平

国家发改委召开上半年发展改革形势通报会。会议强调，发展改革系统要不折不扣贯彻落实党中央、国务院对下半年经济工作全面部署，坚决落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求，坚持稳字当头、稳中求进，高效统筹做好疫情防控和经济社会发展重点工作，推动稳增长各项政策效应加快释放，充分发挥投资关键作用，更好发挥推进有效投资重大项目协调机制作用，切实加大力度做好项目前期工作，加快政策性开发性金融工具资金投放并尽快形成实物工作量。促进重点领域消费加快恢复，大力提升能源供应保障能力，持续强化粮食安全保障，保持产业链供应链安全稳定，坚定不移深化改革扩大开放，扎实推进区域协调发展和新型城镇化建设，稳步推动经济社会发展全面绿色转型，做好重要民生商品保供稳价，保持经济社会大局稳定，保持经济运行在合理区间，努力争取全年经济发展达到较好水平。

二、固定收益市场分析

2.1 资金面分析：央行公开市场操作小幅净回笼，跨月结束，资金利率中枢下行；下周冲击因素较少，预计资金面仍维持平稳

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净回笼 60 亿元

本周央行公开市场共有 160 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 100 亿元逆回购操作，因此本

周净回笼 60 亿元。下周央行公开市场将有 120 亿元逆回购到期，其中周一至周五均到期 20 亿元，此外下周二国库现金定存到期 400 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	20	20	20	20	20
7 天	-50	-50	-20	-20	-20
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	-30	-30	0	0	0

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: 跨月结束, 资金利率中枢下行。月初资金面整体平稳, 冲击资金面的因素较少。随跨月结束, 隔夜以及 7d 资金利率均呈现下行趋势。政府债小幅净融资, 但对资金面影响有限。本周五银行间回购利率 R001 加权平均降至 1.1048%, R007 加权平均降至 1.4368%; 交易所回购利率 GC001 加权平均降至 1.5530%, GC007 加权平均降至 1.5630%。

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	1.2661	1.1601	1.1114	1.1115	1.1048
	R007	1.5710	1.5337	1.4688	1.4609	1.4368
	R014	1.6486	1.5763	1.5760	1.5836	1.5416
	R021	1.6221	1.5728	1.5060	1.5246	1.7014
	R1M	1.6705	1.6372	1.5652	1.5343	1.5683
上交所协议回购	206001	3.7350	3.2870	3.4210	3.2870	
	206007	4.2500	3.7970	3.5910	3.5810	3.7050
	206014	4.8080	4.9440	4.9550	4.7820	6.1080
	206021	5.9550	5.3760	5.9990	5.0440	5.4730
	206030	6.5230	6.1610	5.3470	5.6580	6.1800
利率互换定盘: 1Y	FR007	2.0158	1.9994	1.9672	1.9063	1.9325

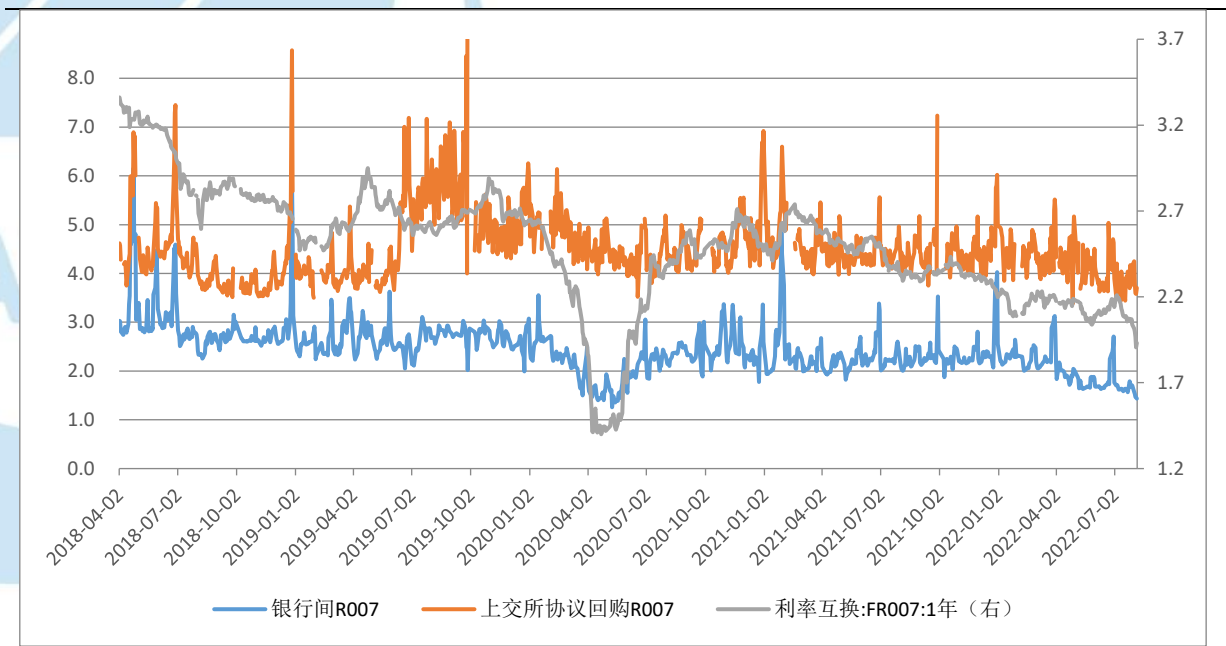
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2) 资金面的展望：未来货币政策大幅宽松可能性有限，预计下周资金面仍维持平稳

近期央行召开下半年工作会议，强调保持货币信贷平稳适度增长，保持流动性合理充裕。整体来看，下半年货币政策为支持经济大范围宽松的可能性有限，但也不会快速转向，宽信用仍是货币政策的主要方向，预计资金面短期内大幅收紧的可能性仍不大。

随 6 月份专项债大量发行，后续地方债融资额明显缩小，从目前公布的信息来看下周政府债融资额度仍为负。本周跨月结束，央行公开市场操作小幅净回笼，资金面持续宽松。下周月初政府债融资额为负，同时近期缴税对于资金面的影响有所减少，叠加 8 月传统上亦非缴税大月，整体来看冲击资金面的因素较少，预计资金面仍将维持平稳。

图 2：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：7 月弱 PMI 如预期推降利率，佩洛西事件扰动市场，关注下周经济数据出炉，利率下行后反弹

1) 利率债走势复盘：

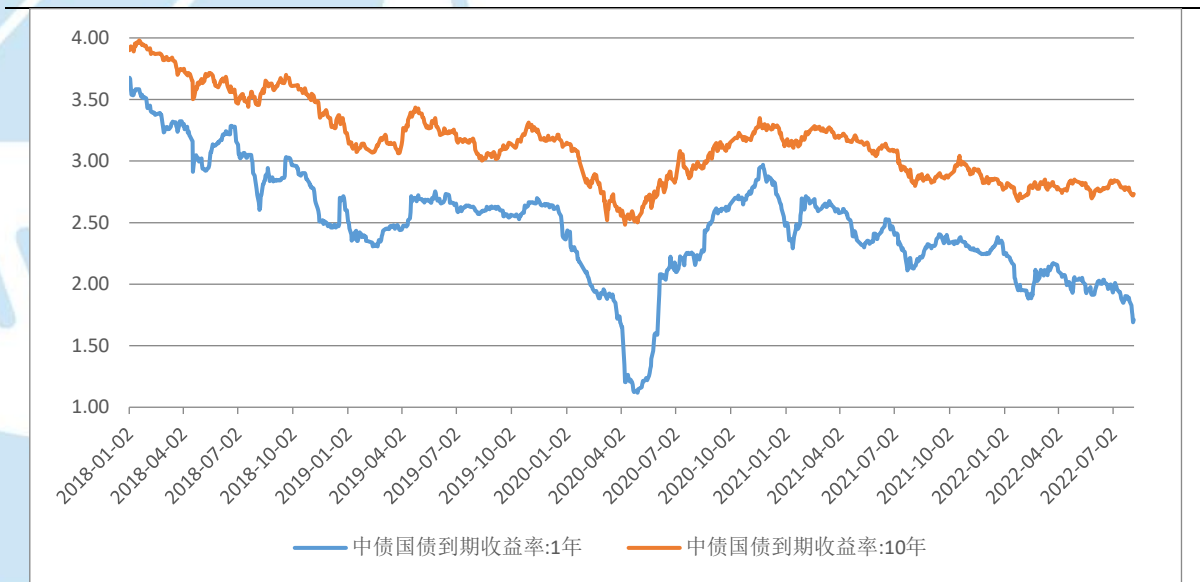
本周，央行净回笼资金 60 亿，7 月弱 PMI 如预期推降利率，但特殊事件扰动以及下周经济数据公布仍有不确定性，债市本周走 V。本周 OMO 每日均投放 20 亿小额，周一周二完成净回笼后，本周后三天均等额续作，资金面依旧宽松，利率债下行后周五反弹。

周一，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.10%，当日 50 亿元逆回购到期，当日净回笼 30 亿

元，受 7 月 PMI 数据影响，债市整体情绪较好，利率债短端及长端均下行，短端下行幅度较大；周二，央行展 20 亿元 7 天期逆回购操作，当日 50 亿元逆回购到期，当日净回笼 30 亿元，央行会议部署下半年七大工作重点，仍旧为当前热点问题：货币市场合理充裕、化解中小银行风险、稳地产等。利率债有所下行，但幅度有限；周三，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，当日 20 亿元逆回购到期，对冲到期。佩洛西昨夜窜访台湾，但未发生冲突，今日公布相关进出口制裁措施，今日情绪仍旧较为谨慎，各期限小幅下行；周四，央行开展 20 亿元逆回购操作，当日 20 亿逆回购到期，对冲到期。当日消息面信息较少，利率债短端好于长端，长端基本收平；周五，央行开展 20 亿元逆回购操作，当日 20 亿逆回购到期，对冲到期。下周公布进出口数据和社融数据，市场止盈情绪明显，准备对下周的基本面进行交易，利率债全面上行，短端上行幅度大于长端。

本周 10 年国债活跃券 220010 由 2.7550% 累计下行 2.0bp 至 2.7350%，10 年国开活跃券 220210 由 3.0100% 累计下行 2.0bp 至 2.9900%。

图 3：本周 10 年期国债收益率下行 (%)



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：房地产行业纾困消息频出，关注修复进程，出口及顺差超预期，美国非农数据强劲，中美利差再次倒挂，债市长端收益率可能难以突破前低

纾困房企思路转变，关注地产复苏进展。本周克尔瑞 7 月百强房企销售数据出炉，7 月由于高温为传统销售淡季，同时叠加 DG 影响购房者情绪，环比回归负增长，同比下降 35.27%。TOP30 中仅华润、招商蛇口、绿城、华发、越秀、建发、华侨城同比销售金额为正，国企民企分化严重。纾困方面，继之前信达纾困佳兆业单体项目之后，本周五郑州纾困基金初步暂定 100 亿，但仍为特定项目：“郑州市域内未来销售收入能够覆盖项目投资的存量房地产项目”，同日，中国华融宣布与阳光集团签署纾困战略合作协议，双方高层出席签约。可能代表着纾困房企思路的转变，由项目纾困→公司纾困，行业修复进程加速，后续仍需继续关注纾困落地情况，对债市影响略偏空。

7月PMI走弱，但出口强劲。美国强劲非农或引鹰派大幅加息。上周末公布PMI数据，本周末公布出口数据，出口和顺差大超预期，对债市偏空，但主要为价格拉动，我国电力、人力成本优势明显，汽车、新能源、光伏等产业对出口提供支撑，外需持续走弱，我们应关注全球衰退的背景下，海外需求快速下降对我国出口形成的拖累，对经济的拉动持续性存疑。经历了美债利率短暂的回落，美国强劲的超预期非农数据，虽然数据一度遭到市场怀疑，却也使得市场对联储可能产生鹰派做法而担忧，美债利率大幅上涨，中美利差再次倒挂，下周美国CPI数据仍为关注重点，高CPI带来的高加息预期，带来利率中枢预期新高，也对国内利率造成一定压力。

2.3 存单信用债分析：存单、信用债发行量环比下降、净融资额环比增长，各期限及各评级信用债收益率全面下行，信用利差多数走阔

1) 一级市场发行：存单、信用债发行量环比下降、净融资额环比增长

同业存单方面，本周同业存单发行量约3,677.70亿元，环比下降14.17%，偿还量约2,552.80亿元，环比下降38.31%，净融资额约1,124.90亿元，环比增长666.80%。

1M期存单平均发行利率较上周下行24.83bp报1.3559%，3M期存单平均发行利率较上周下行10bp报1.6991%，6M期存单平均发行利率较上周下行14.79bp报1.9%，9M存单平均发行利率较上周下行10bp报1.9916%。

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2,003.06亿元，环比下降19.38%，偿还量约1,389.26亿元，环比下降37.55%，净融资额613.80亿元，环比增长136.10%。

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全面下行，信用利差多数走阔

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下行8.34~11.34bp，3年期各评级信用债收益率下行8.16~12.16bp，5年期各评级信用债收益率下行4.43~7.43bp。

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	2.045	1.50%	-11.34
信用债(AAA):3年	2.569	1.00%	-12.16
信用债(AAA):5年	2.999	0.50%	-5.43
信用债(AA+):1年	2.183	1.30%	-8.34
信用债(AA+):3年	2.798	1.30%	-8.16
信用债(AA+):5年	3.238	0.20%	-4.43
信用债(AA):1年	2.293	0.00%	-11.34
信用债(AA):3年	3.018	0.00%	-11.16

信用债(AA):5年	3.718	2.60%	-7.43
------------	-------	-------	-------

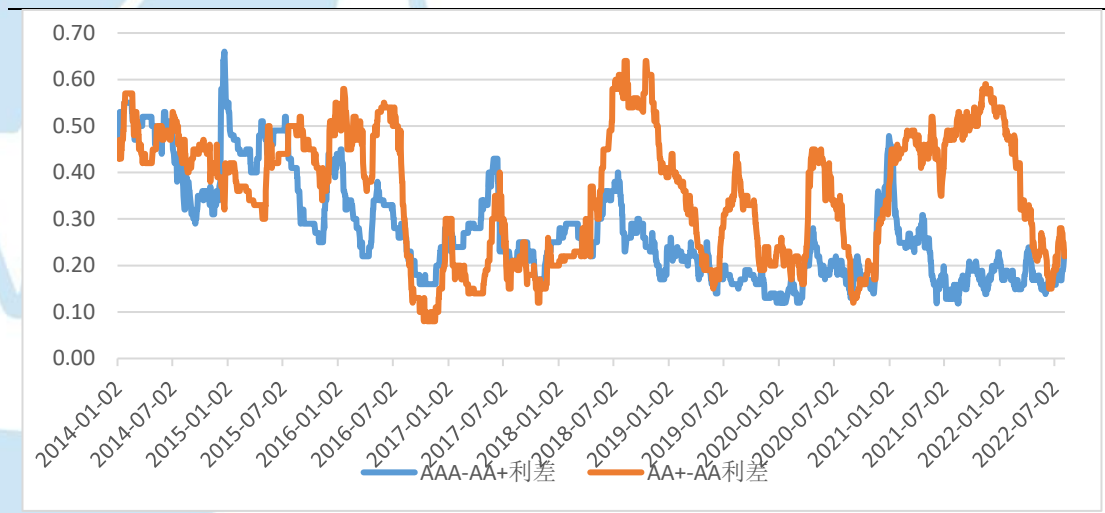
资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

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, 短端、长端信用债收益率下行幅度均不及国开债, 1年期各评级信用利差被动走阔 4.38~7.38bp, 5年期各评级信用利差被动走阔 3.23~6.23bp, 3年期 AAA 级、AA 级信用利差分别收窄 3.68bp、2.68bp, AA+级信用利差走阔 0.32bp。

期限利差方面, 高评级信用债收益率中端下行幅度最大、短端次之、长端最小, AAA 级 3Y-1Y 利差收窄 0.82bp, 5Y-3Y 利差走阔 6.73bp, 中低评级信用债收益率下行幅度短端>中端>长端, AA+级、AA 级 3Y-1Y 利差均走阔 0.18bp, AA+级、AA 级 5Y-3Y 利差均走阔 3.73bp。

评级利差方面, 本周 AA+与 AAA 之间利差走阔 4bp 至 23bp, AA 与 AA+之间的利差收窄 3bp 至 22bp。

图 4: 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

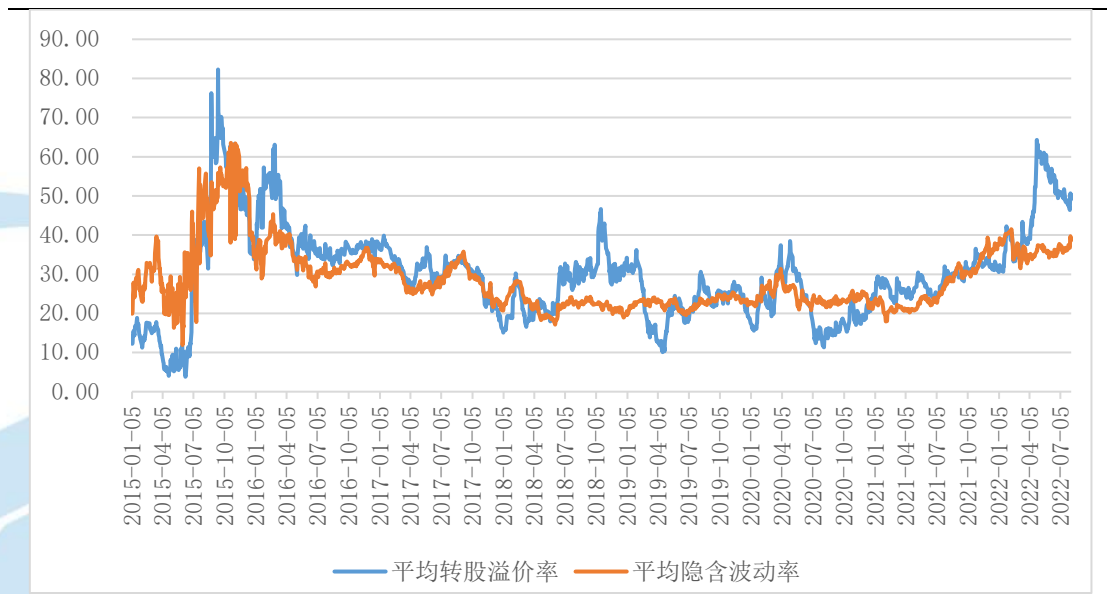
2.4 可转债分析: 权益市场先抑后扬、走势震荡, 指数多数收涨, 近七成可转债录得下跌行情, 关注消费、军工、半导体板块及定价合理的优质新券

1) 可转债走势复盘: 权益市场先抑后扬、走势震荡, 指数多数收涨, 近七成可转债录得下跌行情

本周权益市场先抑后扬、走势震荡, 指数多数收涨, 上证指数本周收于 3227.03 下跌 0.81%, 深证成指本周微涨 0.02%, 创业板指本周上涨 0.49%, 中小 100 本周上涨 0.51%。转债指数全面收跌, 上证转债下跌 0.26% 至 362.73, 深证转债下跌 0.49% 至 318.02, 中证转债下跌 0.59% 至 420.44, 其中近七成转债录得下跌行情, 联诚转债、雷迪转债、祥鑫转债、美力转债、万顺转 2 等领跌, 中大转债、蓝晓转债、彤程转债、江丰转债、苏试转债等领涨。一级方面, 本周京源转债、欧 22 转债、火星转债、永 02 转债 4 只转债发行, 科利转债、银微转债、洁特转债 3 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、隐含波动率分别上行 2.36pct、1.14pct，分别处于 2015 年以来 92%、91%历史分位数水平。

图 5：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、军工、半导体板块及定价合理的优质新券

本周美国众议院议长佩洛西窜访我国台湾地区，解放军进行重要军事演训行动并组织实弹射击，商务部决定暂停天然砂对台湾地区出口，海关总署暂停进口台湾地区食品，台海冲突升级，地缘局势紧张、中美关系的不确定性等推升市场恐慌情绪，叠加 7 月制造业 PMI 数据回落、经济复苏不及预期，A 股波动加剧、转债震荡下行，转债配置中可考虑以下方向：1) 7 月服务业延续修复、PMI 仍处于扩张区间，随着稳增长、促消费政策效应不断释放、疫后需求回暖，消费板块反弹动能或进一步增强。2) 事件驱动下武器装备生产交付提速与需求确定性上升，军工行业高景气支撑业绩，且估值处于相对低位。3) 路透报道美国总统拜登将于下周二正式签署《芯片与科学法案》，美国的芯片法案即将落地，半导体板块持续受益于国产替代逻辑。4) 沪、深交易所可转债交易实施细则自 8 月 1 日正式实施，市场炒作降温，定价合理的优质新券值得关注。

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：地缘危机引 A 股暴跌，TMT 板块崛起

1) 权益市场走势复盘：股指探底回升，价值风格走弱

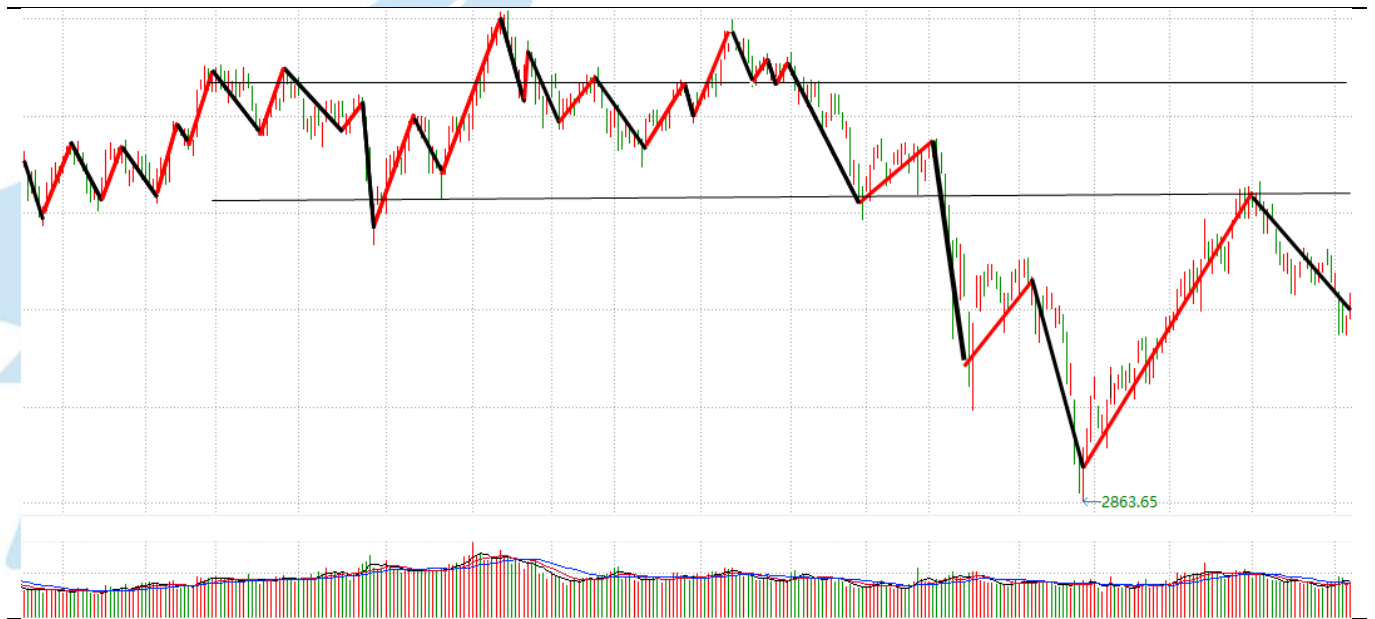
上证综指最终报收 3227.03 点，本周下跌 0.81%。同期深证成指上涨 0.02%，创业板上涨 0.49%。量能方面，沪指环比增量，分歧较大。盘面方面，EDA、半导体、机器人概念股较为活跃，华大九天上市后 6 个交易日翻倍带动板块人气。

本周先抑后扬，由于美国众议院议长佩洛西访台湾导致地缘风险加大，同时受海外加大对华科技制裁预期的

影响，本轮滞涨的电子、计算机等自主可控大科技板块表现较好。北上资金小幅流入，本周合计流出 12.33 亿元。本周成长强于价值，大盘风格占优，其中上证 50 下跌 0.64%，沪深 300 下跌 0.32%，中证 500 下跌 0.38%，创业板 50 上证 0.33%，国证 2000 下跌 1.70%。茅指数上涨 1.10%，宁组合上涨 3.68%。

本周五个交易日，30 个中信一级行业 6 个行业实现上涨，其中电子、计算机、通信分实现上涨 6.72%、2.54%、2.44%。24 个行业下跌，其中建筑、家电、房地产分别下跌 4.73%、4.15%、4.10%。总体来看，本周科技股表现较好，传统行业板块保持低迷，高位股杀跌，市场分化明显。

图 6：沪指进入空头排列，后市或将震荡调整



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涨跌不一，道指本周下跌 0.13%，报 32803.4700 点，纳指本周上涨 2.15%，报 12657.5500 点，标普 500 指数本周上涨 0.36%，报 4145.1900 点。

本周美股整体呈现波动趋势。月初多项宏观数据公布，本周公布的 7 月份服务业 PMI 数据以及 6 月份耐用品订单数据超预期，说明美国经济仍存有一定韧性，对美股造成一定提振。另一方面，本周多位美联储官员发言，多数强调当前美国面临的通货膨胀问题仍严重，紧缩周期仍未结束，在流动性层面上对美股造成打压。多方面因素共同作用下美国三大股指涨跌不一，其中纳指以及标普上行，道指小幅下跌。本周美股信息技术、通信设备行业表现相对较好，随国际石油需求呈现走弱趋势，美国原油储备超预期，本周美股能源行业表现不佳。

图 7：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: 地缘危机引 A 股暴跌, TMT 板块崛起

住建部推进城市电网建设, 关注火电转型新能源运营标的。近日, 住建部、国家发改委发布《“十四五”全国城市基础设施建设规划的通知》。《通知》提出, 开展城市韧性电网和智慧电网建设。建设以城市为单元的应急备用和调峰电源。我们认为通知鼓励开展城市韧性电网和智慧电网建设有利于增强总体消纳能力, 提升新能源发电装机潜力。在能源转型先立后破的背景下, 火电仍有适当的发展空间, 建议关注火电转型新能源运营的标的。

两部委引发十四五城市建设规划, 环保基础建设大力推进。近日, 住建部、发改委印发《“十四五”全国城市基础设施建设规划》。《规划》提出污水方面预计十四五新建改造污水管网 8 万公里, 预计新、改、扩建污水处理设施能力 2000 万立方米/日。《规划》要求执行城市环境卫生提升行动, 推进城市生活垃圾分类处理体系建设, “十四五”期间全国城市新增生活垃圾分类收运能力 20 万吨/日、生活垃圾焚烧处理能力 20 万吨/日、生活垃圾资源化处理能力 3000 万吨/年, 改造存量生活垃圾处理设施 500 个。我们认为十四五期间我国将继续坚持环境保护与高质量发展的原则, 加快绿色循环经济。建议关注新能源环卫装备、节能减排等方面投资的机会。

7 月新能源汽车销量再创新高, 锂电总体延续高景气。7 月已披露新能源车企总销量为 258155 辆, 同比增长 170%, 环比增长 13%, 7 月销量仍贴近前期预测上限景气区间, 略超市场预期。新能源汽车销量维持高速增长态势, 已连续 7 年位居全球第一。另外, 储能企业订单饱满, 供不应求, 叠加材料价格下行, 大型储能产业链有望实现量价齐升。随着各大政策陆续出台刺激终端需求, 后续行业有望保持高增长势头。当前锂电产业链具备高成长性, 关注锂电板块龙头企业的投资机会。

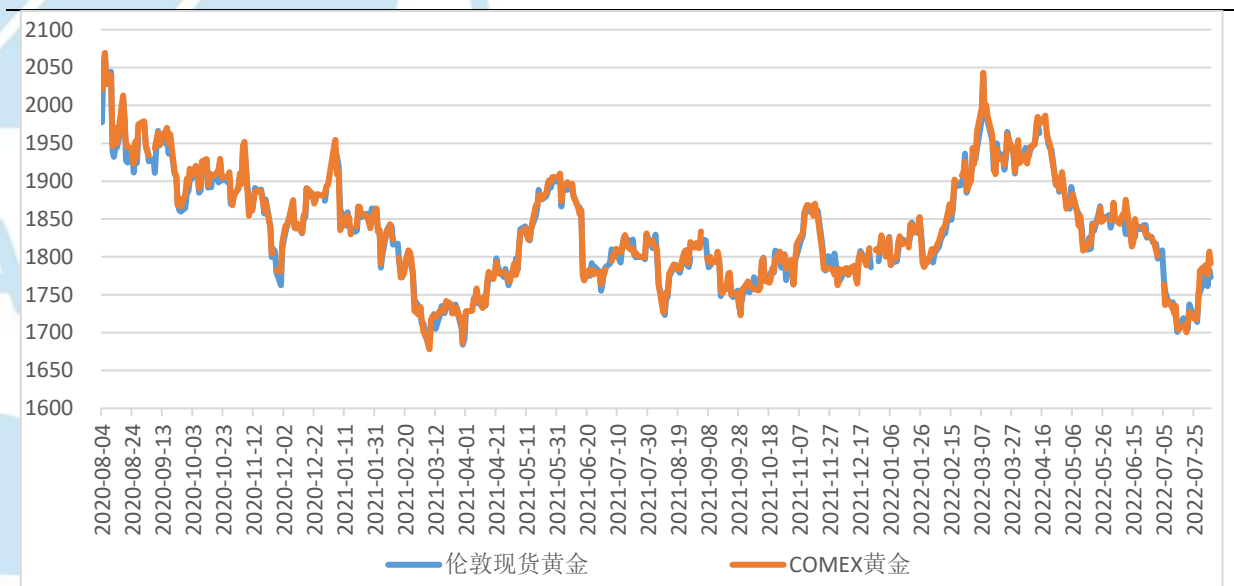
全球军工景气度抬升, 板块长逻辑延续。据日本《东京新闻》报道, 日前召开的临时内阁会议决定, 防卫费将作为特例, 布设上限, 在年底的“预算制定过程中进行探讨”。报道称, 日本 2023 年度防卫费可能会大幅增加, 增加幅度可能超 100%。此前 6 月份, 德国联邦议院批准联邦制政府可以为联邦国防军设立专项基金, 金额不超过 1000 亿欧元, 德国总理朔尔茨承诺德国每年用于国防预算不超过 GDP 的 2%。我们认为, 军工行业中长期成长逻辑比较确定, 目前供需矛盾突出, 随着产能逐渐释放, 行业仍保持较高景气度。

展望后市，我国目前的稳增长模式正从传统的以房地产和基建为中心逐渐向多元化发展，新基建、新能源、科技等成长领域景气度不断提升，市场成长空间加大，业绩有望迎来高增长。建议以稳增长和战略支持为主线，布局低估值、确定性强且具备核心竞争力的优质赛道。具体来看，受地缘政治事件的刺激，短期内军工板块将快速上涨。而中期三季度业绩预期逐步兑现或继续支撑军工板块的抬升。推荐布局航空、航天装备产业链。除此之外，大国博弈背景下，高端制造行业将愈发受到重视，建议关注半导体国产替代进程加速背景下成长性、景气度延续的半导体设备、电子化学品等板块。

3.2 黄金市场分析：经济衰退担忧推动金价继续上涨，但美就业数据大超预期也限制其涨幅

8月5日周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日下跌9.95美元，或-0.56%，收报于1773.25美元/盎司，但全周累计仍上涨1.13%；美国COMEX黄金期货结算价下跌15.7美元，或-0.87%，收报于1791.2美元/盎司，全周累计上涨0.53%。

图8：本周两大国际金价上涨约1%（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

本周金价整体上涨，但涨幅不大，盘中曾创下近一个月来的新高至近1800美元/盎司，推动金价继续上涨的主因是市场仍担忧经济出现衰退，不过美国7月就业市场数据超预期，非农就业总人数和失业率已接近疫情前水平，也限制金价涨幅。

尽管上周美联储主席鲍威尔表示美国经济没有陷入衰退，依据的主要理由是美国劳动力市场表现依然强劲，但实际披露的数据是，继一季度GDP同比下降1.6%之后，第二季度继续下降0.9%，低于市场预期，依照经济衰退的定义，美国经济已陷入技术性衰退，这加剧了市场对于美国经济陷入衰退的担忧。欧洲公布的8月制造业PMI数据也下滑，尽管制造业行业仍在扩张，但扩张速度明显放缓。且欧美都还面临高通胀问题，使得消费者将更多支出集中于低支出的食品上，而不是服装和其他日用商品。另外，不断上涨的生活成本和经济衰退担忧正迫使一些退休人员和其他离开劳动力市场的人重新寻找工作。

本周公布的劳动力市场数据显示，美国7月非农就业人口大增52.8万，创今年2月以来新高，增幅远超预

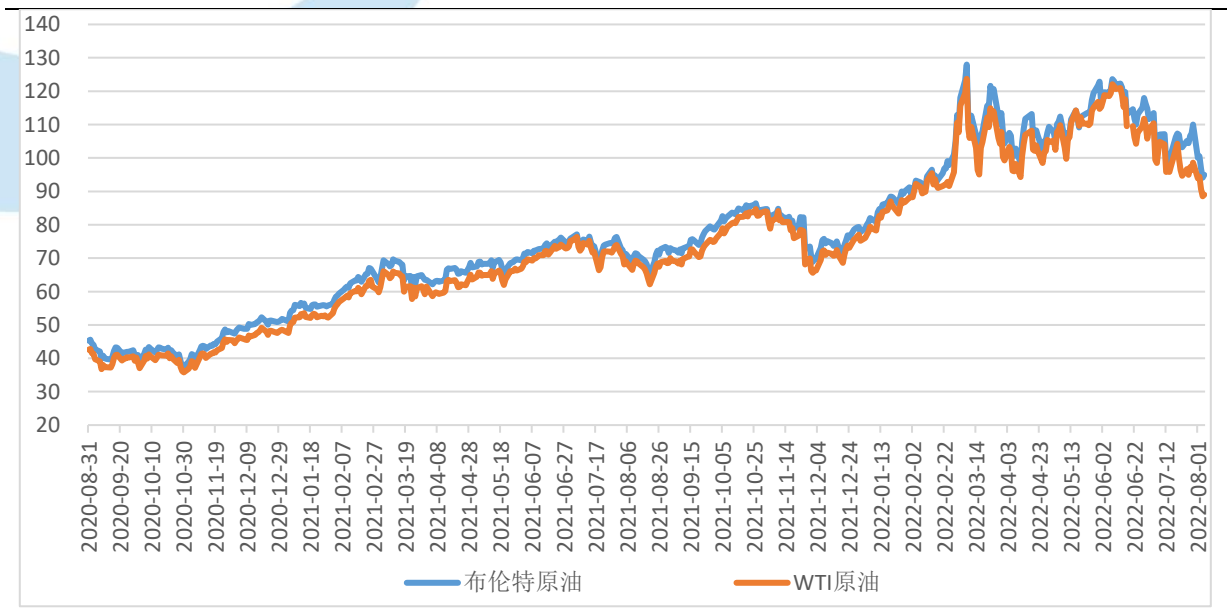
期的 25 万，前值为增加 37.2 万人，同时美国 7 月失业率较前值和预期值下降 0.1 个百分点至 3.5%，创 2020 年 2 月以来新低在，超低失业率暗示通胀将继续保持在高位，并为美联储继续大幅加息提供保障，这导致市场再次担忧美联储将继续大幅加息的可能。美国利率期货价格显示，美联储 9 月加息 75 个基点的可能性为 62%，而之前的可能性为 40.5%。自 3 月以来，美联储已累计加息 225 个基点。

高通胀或现拐点，美联储加息节奏放缓，金价将继续反弹，但中长期仍处于下跌通道。首先，技术面看，金价从 3 月超过 2000 美元高位一路下跌后，在跌至 1700 美元时遇到强支撑位，尽管本周上涨幅度不大，但我们预计此轮上涨仍为结束，距离上方 1800-1850 美元的压力位仍有一定空间；其次，基本面看，尽管就业数据强劲，但消费、工业生产等其他数据趋向疲软，下周 CPI 同比数据预计掉头向下，开始出现拐点，美联储加息步伐将减慢，下次 9 月议息会议加息 50BP 的概率进一步增大，美元指数难以继续上涨，这均将有利于金价继续反弹。不过考虑到新冠疫情导致全球经济增速整体放缓，人们消费能力下降，对黄金的实际需求趋于下降，中长期金价仍处在下降通道。

3.3 原油市场分析：经济衰退担忧继续困扰国际原油市场，油价或转入下行阶段

国际油价大跌约 10%，并刷新 2 月份以来低点。8 月 5 日周五，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 0.8 美元，或 0.85%，收报于每桶 94.92 美元，但由于本周多数时间快速下跌，全周累计大跌 13.72%；美国 WTI 原油期货合约结算价上涨 0.57 美元，或 0.53%，收报于每桶 89.01 美元，全周累计跌幅 9.74%。

图 9：本周两大国际油价大跌（美元/桶）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周油价大跌，布伦特原油跌幅偏大，主因仍是市场担忧经济衰退可能造成原油需求减少，同时 OPEC+ 小幅增产决定对油市影响不大。

全球经济衰退风险增加，市场担忧燃料需求将下降。本周陆续公布的制造业 PMI 数据显示，美国 ISM8 月

1 日公布的数据显示，美国 7 月工厂活动指数跌至 52.8，为 2020 年 6 月以来的最低值，当时该行业正在摆脱新冠疫情引发的经济低迷；欧元区的标普全球 7 月制造业 PMI 从 6 月的 52.1 降至 49.8，这是自 2020 年 6 月以来首次跌破荣枯分界线，除荷兰外，所有接受调查的欧元区国家产出都在下降，德、法、意三国——欧元区三大经济体——的下降速度尤其令人担忧；日本 7 月份制造业活动也以 10 个月来最低速度扩张，说明亚洲地区从新冠疫情封锁中复苏的前景可能不如此前预期的那么积极。另外 EIA 公布的库存数据也显示需求减少，由于出口下降和炼油厂减产，上周美国原油库存意外大增，汽油库存也因需求放缓而意外增加。这些数据公布后，全球原油市场震荡下跌，其中周一和周三周四跌幅较大。

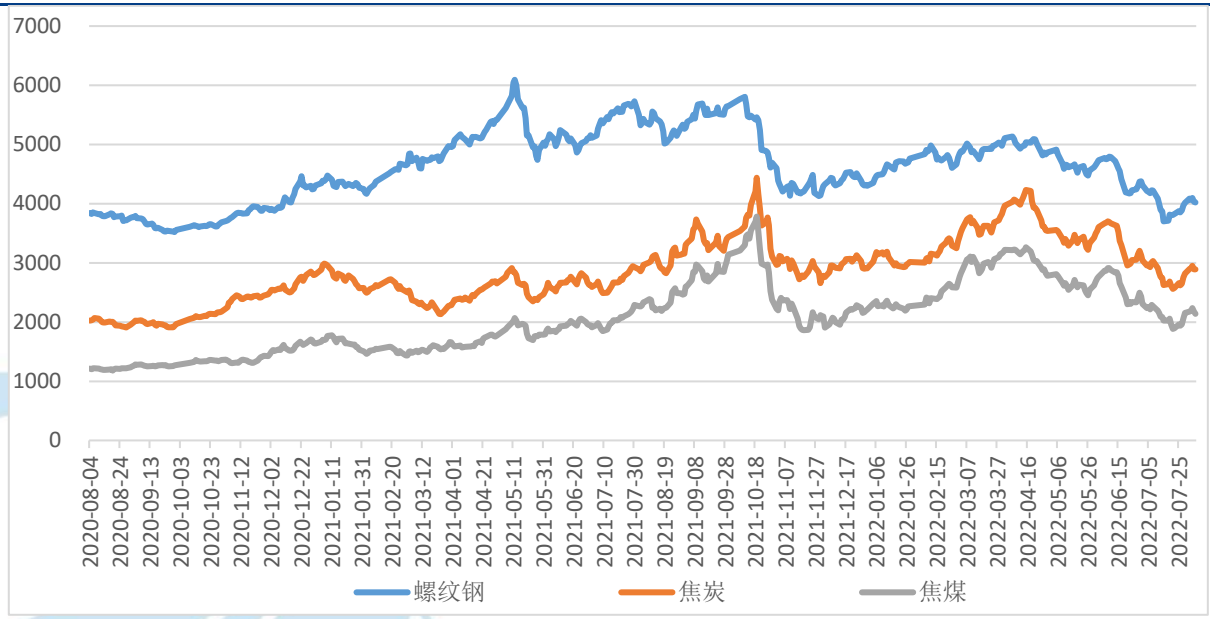
OPEC+ 决定小幅增产，原油市场整体仍紧张。OPEC+ 本周决定从 9 月开始增产 10 万桶/日（相当于全球需求的 0.1%），幅度是自 1982 年 OPEC 推行产量配额以来最小幅度增产之一。这可能反映出 OPEC+ 在抵制西方国家的增产呼吁，因为原油需求前景继续降低，美国总统拜登曾在 7 月访问沙特，要求扩大增产，但多数 OPEC+ 成员国已耗尽闲置产能，而俄罗斯原油正在被制裁，因此难有实质性增产。整体看，全球原油市场仍处于现货溢价状态，表明供应并不宽裕。

油价短期仍有下降空间，但跌幅应缩小，中长期则趋于下行。一方面，对欧美经济衰退及中国经济放缓的担忧情绪将使得油价易跌难涨。美联储、英国央行等西方主要央行采取的激进紧缩政策已限制经济活动，威胁到全球经济增长前景，进而将降低燃料需求。另一方面，伊朗核谈判据消息已取得明显进展，伊朗石油部长称伊朗原油将很快进入国际市场，到时全球供应紧张将得到较大缓解，一部分抵消了俄罗斯原油的减少，我们认为短期油价可能仍继续下跌。而中长期，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，带动油价长期下行。

3.4 黑色产业链分析：经济面和情绪面均有好转，但黑色反弹力度较弱，后续或将继续下跌

7 月 29 日周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周五每吨上涨 8 元，收报于 4022 元/吨，涨幅 0.2%；焦炭价格每吨上涨 71 元，收报于 2890 元/吨，涨幅 2.52%；焦煤价格每吨下跌 14 元，收报于 2141 元/吨，跌幅 0.65%。

图 10：本周黑色系商品期货价格小幅震荡（元/吨）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

国内经济状况边际好转，但房地产及钢铁行业仍在亏损，黑色系出现反弹，但反弹力度较弱。与螺纹钢相关的房地产、基建等下游行业指标没有出现根本性转变，但市场情绪在连续下跌后有改善，螺纹钢期货价格震荡。一方面，随着各地疫情解封和复工复产，近期公布的各项经济数据边际上均有改善，包括上周公布的工业企业利润同比由负转正，加上有消息放出中央政府计划成立房地产稳定基金，且本周郑州市已经率先出台政策，支持房地产企业发展，市场情绪有所改善，但钢铁企业在需求疲弱、上游铁矿石价格仍高的情况下普遍处于亏损状态，企业生产动力不足，目前主要靠消耗库存为主，这继续压制螺纹钢价格。后续，预计螺纹钢在连续大跌后，短期或转入震荡行情。

下游钢厂仍有一定生产需求，焦炭涨幅较大，但焦煤在生产整体过剩下反弹无力。随着利空出尽以及钢厂亏损程度达到峰值，焦炭焦煤期价也跟随大宗价格进入反弹阶段，焦化厂对钢厂来说具有较大定价权，因此其价格反弹力度较大。后续看，双焦价格仍有反弹需求，但考虑到周末海南疫情继续恶化，或对市场情绪再次造成打击，加上此仅为反弹而不是反转，我们预计双焦价格反弹幅度不会太大，或很快再次下跌。

3.5 人民币兑美元汇率分析：美国 7 月份非农数据大幅超预期，美元指数波段上行，人民币兑美元即期汇率走弱

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.7405，较上周上涨 0.05%。即期汇率报 6.7507，较上周下跌 0.17%，美元指数报 106.5714，本周上涨 0.7353。

本周美元指数走出 N 型走势。上周美联储公布 7 月份 FOMC 会议决议鸽派超预期，美元指数一度大幅下行，本周开始美元指数就上周有所反弹，同时美联储也关注到了市场预测转向过快的情况，并积极进行预期调整，本周多位美联储官员发言，整体表示目前美国通胀仍严峻，美联储加息尚未结束。受此影响，本周前半周美元指数较上周有所反弹。本周四英国央行宣布加息 50BP，英镑走强下美元指数一度走弱。本周五公布的美元指数大幅超预期，显示美国就业市场仍火爆，也为美联储后续持续加息提供了支撑，当日数据公布后美元指数大幅调升。

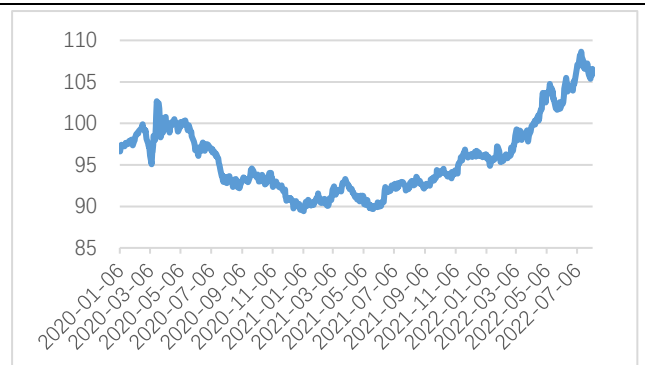
受美元指数走高影响，本周人民币兑美元即期汇率走低。

美国近期通胀数据仍处于高位，仅原油价格有所下行，整体来看，导致美国通胀的因素仍较为复杂，若需要美国通胀实质下行，美联储对于通胀预期的指引仍必不可少。但本次决议上美联储增加了对于美国经济下行风险的关注，可能说明了美国经济近期减速较为明显，美联储不得不增加对于美国经济的关注程度。预计未来美联储的政策重心将更加均衡地分配在通胀以及美国经济上，美联储货币政策紧缩速度不确定性也有所增加，需进一步关注美国未来通胀、经济以及就业走势。

图 11: 人民币兑美元汇率中间价上涨



图 12: 美元指数波动上行



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。

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