

金融市场分析周报

(2022.09.26-2022.09.30)

报告摘要

- **工业企业利润：**经济弱复苏下，工业企业利润增速继续下滑，但边际降幅有所放缓，结构有所改善。国内经济整体仍处于弱复苏状态，叠加外需放缓，前8月累计工业企业利润同比继续下滑，但好的一面是，当月利润同比降幅有所收窄。结构上看，大宗商品价格回落对上游企业利润的拉动作用减弱，国内外需求放缓也对制造业利润造成拖累，仅能源紧张导致电力需求大增，从而带动电力企业利润降幅大幅收窄。多数工业大类行业利润增速环比出现改善，且多数为中下游行业。在没有新刺激政策的情况下，预计后续工业利润增速仍处于负值区间运行。
- **PMI：**政策效果持续释放，加上高温天气等短期扰动因素消退，制造业重回扩张区间，并没有继续恶化，但非制造业 PMI 继续回落，经济仍处于弱复苏阶段。此前释出的各种稳增长政策继续发挥效力，加上高温天气造成的短期影响消退，9月中国制造业景气度重返扩张区间，但仍受疫情扰动，非制造业景气度继续下降，经济仍处于弱复苏状态。制造业生产端出现一定好转，但需求端仍持续收缩。受疫情等因素影响，服务业市场活跃度有所减弱，但盘活专项债、政策性金融工具等政策进一步推动建筑业生产活动扩张加快。考虑到内部需求仍不足和外部复杂性上升，短期 PMI 指标不会有较大改观。
- **资金面分析：**跨季期间央行增量投放，资金面有所放松；节后逆回购集中到期，关注央行公开市场操作情况。本周央行公开市场共有100亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了8780亿元逆回购操作，因此本周全口径净投放8680亿元。跨季期间央行增量投放，资金面有所放松。节后虽然跨月结束，但存在大量逆回购到期，

主要数据

上证指数	2974.1454
沪深300	3720.9365
深证成指	10522.1155

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

制造业弱修复，但经济隐忧依然明显 —2022-10-09
经济进一步修复，但隐忧仍在 —2022-10-02
金融市场分析周报 —2022-09-26

具体来看 10 月 8 日当日到期 6110 亿元，10 日至 14 日到期共到期 3570 元，月初冲击资金面的因素较少，但面对大量逆回购到期，若央行不增量投放进行调整，资金面仍存在波动可能。近期在跨月期间央行通过逆回购方式及时补充流动性，但整体属于短期资金置换长期资金的形势，仍需关注 10 月份资金面持续回归正常的可能。

- **利率债：**楼市政策继续加码，美联储加息再度有超预期的可能，9 月金融数据同样有政策性金融工具的支撑，均对债市形成利空，利率债进入调整阶段，但经济数据、金融数据的可持续性仍待观察，利率不具备持续上升的条件。工业利润继续回落，8 月降幅收窄，PMI 重回荣枯线上。非制造业的新订单指数下降较大，内需较弱，且新出口订单指数继续下降，海外需求不足，内外需求均较弱，继续对经济形成拖累。目前各项指标均均为负反馈减小，经济仍处于修复的通道中，并未呈现转好局面，但向好预期对于触底回调后的利率债形成继续向上的助推。节前地产放松政策连续发布：首套贷款利率下调，换房个税优惠，首套公积金贷款利率下调。房地产政策继续加码，但在“房住不炒”的原则下，政策起到托底作用。目前需求端疲软，政策能否传导至整个地产链条，仍有待观察，但地产政策持续加码对投资者产生经济边际好转预期，继续利空债市。
- **可转债：**权益市场延续低迷、指数全面下跌，超八成可转债录得下跌行情，关注地产产业链、银行、信创、半导体、成长板块业绩估值匹配度较好的标的。本周公布 9 月制造业 PMI 重回扩张区间，国内经济边际回暖，地产宽松政策密集落地，海外能源危机、地缘政治风险等扰动因素仍存，叠加国庆节前市场情绪不佳，A 股表现较弱，关注地产产业链、银行、信创、半导体、成长板块业绩估值匹配度较好的标的。
- **权益市场：**沪指空头趋势加强，节后或超跌反弹。本周沪指弱势阴跌，北向资金小幅流入 71.39 亿元，上证综指最终报收 3024.39 点。8 月出口数据亮眼，关注热泵的投资机会 8 月金切机床产量降幅收窄，成型机床产量降幅持平 8 月光伏装机同比高增长，建议关注大储能产业链香港入境检疫免除酒店隔离，旅游出行板块估值有望抬升。

展望后市，国际市场或将延续震荡走势并在一定程度上拖累国内市场的表现。九月回调后创业板指风险溢价已处于近十年内极值高位，科创 50 风险溢价也已升至开板以来极值高位，配置性价比已现，在经济数据改善及相关政策的支撑下成长风格或将率先结束调整。中期来看，大国博弈背景下成长风格仍将享受新兴产业成长红利，增长空间仍较大。军工方面下游需求旺盛，建议关注业绩拐点向上的军机等航空装备产业链。新能源方面短期内受外部因素影响表现或较为震荡，但中长期增长空间仍较大，回调后或可择机布局。

- **黄金：**包括美联储在内的全球主要央行加息预期不断被市场所消化，金价超跌后反弹，本周收阳。本周金价先跌后涨，呈“U 型”走势，现货黄金一度刷新近两年多以来的新低，但随着美元指数回落，金价逐步反弹并转升，整体收涨。后续看，包括美联储在内的全球主要央行不太可能在短期内改变政策路径，大幅激进加息政策料将延续，全球经济增长势头将减弱，美元或将继续保持强势，金价易跌难涨。
- **原油：**美元指数向下调整及 OPEC+减产预期下，国际油价展开反弹。受益于美元走软，国际油价全周整体表现为反弹，此外美国对伊朗实施新的制裁，以及 OPEC+计划减产，也提振了油价。由于十一国庆长假期间 OPEC+宣布从 11 月开始减产 200 万桶/日，大幅超出市场预期，油价出现大幅连续反弹。不过应看到，该减产对油价的支撑仅为短期性，9 月美国 CPI 数据或将继续处于高位，美联储大幅加息预期仍在，美元可能在近期调整之后继续向上，等到 OPEC+减产消息被市场所消化，油价或将重新进入下跌通道。
- **黑色产业链：**下游需求边际增强，同时供应端受到一定扰动，黑色系商品价格偏强运行。整体来看，螺纹钢短期现实需求好转，需求预期仍存，原料支撑较强，钢价或震荡偏强运行。焦炭在需求偏强、成本端焦煤支撑下，预计短期内呈震荡偏强走势。焦煤供应边际收紧，短期内难有增量，而需求仍保持一定强度，短期内或出现阶段性供需错配。

- **人民币兑美元汇率分析：美联储官员发言维持鹰派，美国就业数据韧性仍存下，美元指数本周先跌后涨。**本周美元指数先跌后涨。本周一公布的美国9月份PMI数据明显不及预期，美元指数一度走低。但本周美联储官员发言多数鹰派，表示降低通胀将是美联储的首要任务，高利率将维持一段时间，受此影响，美元指数周中由跌转涨。本周五美国9月份非农就业人数再超预期，数据公布后美元指数再度上行。整体来看，虽然美国经济活力存在下行趋势，但就业仍体现出较强韧性，美联储维持鹰派，对美元起到支撑作用。

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	7
1.1 经济弱复苏下，工业企业利润增速继续下滑，但边际降幅有所放 缓，结构也有所改善	7
1.2 政策效果持续释放，加上高温天气等短期扰动因素消退，制造业重 回扩张区间，并没有继续恶化，但非制造业 PMI 继续回落，经济仍处 于弱复苏阶段	8
1.3 一周要闻	10
二、 固定收益市场分析	12
2.1 资金面分析：跨季期间央行增量投放，资金面有所放松；节后逆回 购集中到期，关注央行公开市场操作情况	12
2.2 利率债走势分析：工业利润继续下行，PMI 重回荣枯线上，节前地 产再次连续发布政策，叠加疫情防控预期，利率债进入调整区间，但经 济情况仍有待观察，震荡形势不改	14
2.3 存单信用债分析：存单、信用债发行量环比下降，净融资额均由正 转负，各期限及各评级信用债收益率全面上行	15
2.4 可转债分析：权益市场延续低迷、指数全面下跌，超八成可转债录 得下跌行情，关注地产产业链、银行、信创、半导体、成长板块业绩估 值匹配度较好的标的	17
三、 主要资产价格分析	18
3.1 权益市场分析：沪指缩量阴跌，成长股再度重挫	18



3.2 黄金市场分析：包括美联储在内的全球主要央行加息预期不断被市场所消化，金价超跌后反弹，本周收阳..... 20

3.3 原油市场分析：美元指数向下调整及 OPEC+减产预期下，国际油价展开反弹..... 21

3.4 黑色产业链分析：下游需求边际增强，同时供应端受到一定扰动，黑色系商品价格偏强运行..... 22

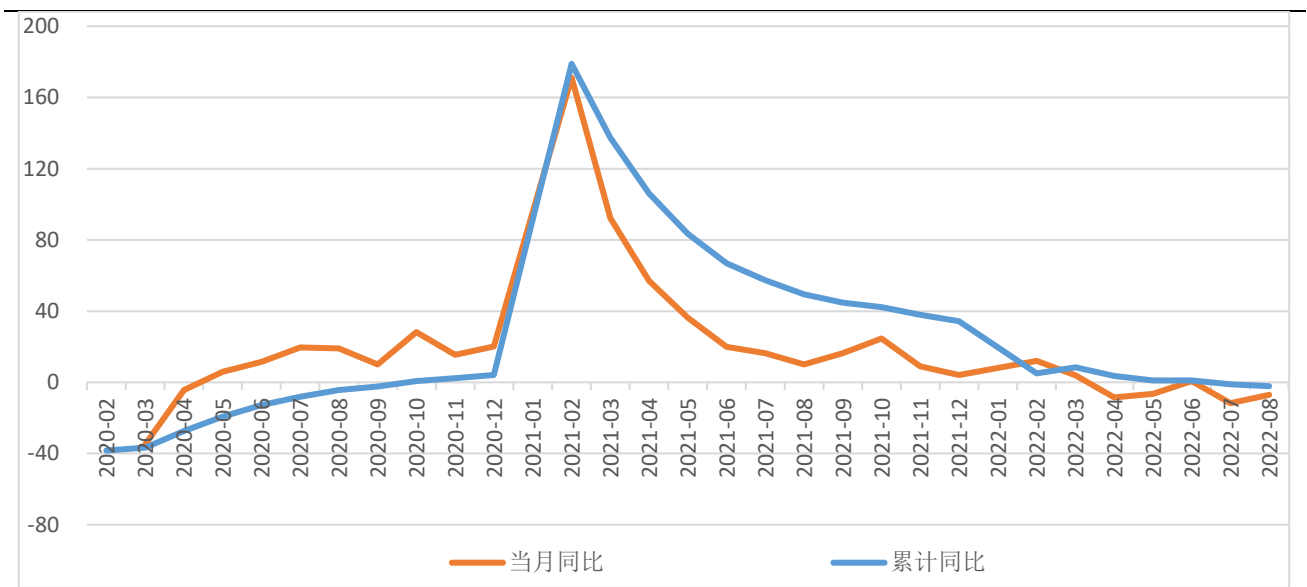
3.5 人民币兑美元汇率分析：美联储官员发言维持鹰派，美国就业数据韧性仍存下，美元指数本周先跌后涨..... 23

一、 本周重点经济数据分析

1.1 经济弱复苏下，工业企业利润增速继续下滑，但边际降幅有所放缓，结构也有所改善

国内经济整体仍处于弱复苏状态，叠加外需有放缓迹象，前8月累计工业企业利润同比仍在下降，且降幅扩大，但好的一面是，当月利润同比降幅有所收窄。国家统计局9月27日公布的工业利润数据显示，1-8月全国规模以上工业企业利润总额同比下降2.1%，降幅较1-7月扩大1个百分点，为2020年10月以来最低值，主因是当月利润增速仍处在负值区间，进一步拉低了平均降幅，据测算，8月当月工业企业利润同比下降7.1%，较上月的降幅11.7%收窄4.6个百分点。统计局称，工业企业效益出现一定好转，当月利润降幅较上月收窄，行业结构有所改善，但也要看到，工业企业利润仍在下降，企业生产经营成本仍然较高，外部不确定因素也在增加。

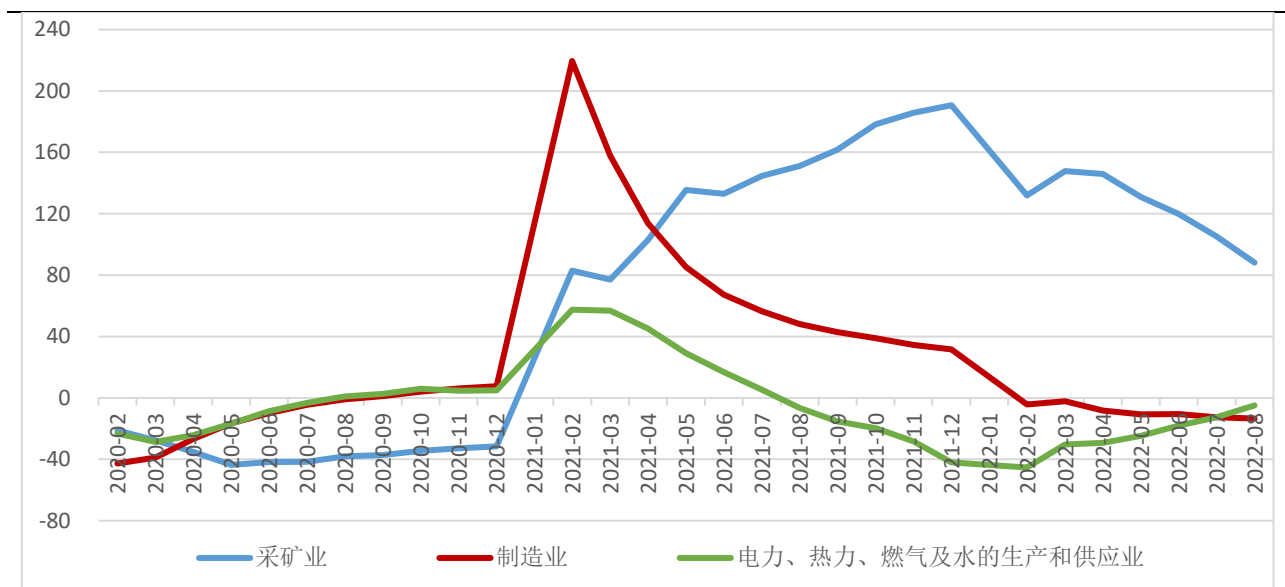
图1：前8月工业企业累计同比利润降幅扩大，但当月同比降幅收窄（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

结构上看，大宗商品价格回落对上游企业利润的拉动作用继续减弱，海外需求放缓也对制造业利润造成拖累，仅能源紧张拉动电力需求大幅增加，带动电力企业利润降幅大幅收窄，上下游利润结构有一定改善。从三大工业行业看，1-8月上游采矿业利润总额同比增长88.1%，涨幅回落17.2个百分点，仍大幅高于其他行业，为主要支撑项，其中煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业利润总额分别同比增长1.12倍、1.11倍；制造业利润同比下降13.4%，降幅扩大0.8个百分点，不过供应链的恢复使得装备制造业利润同比降幅收窄3.7个百分点至2%；电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润同比下降4.9%，降幅大幅收窄7.6个百分点，仍为主要拖累项，其中电力行业利润同比下降2%，降幅收窄10个百分点。

图 2: 1-8 月采矿业利润同比涨幅进一步下降, 制造业利润降幅有所扩大, 电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润降幅大幅收窄 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

41 个工业大类行业有 27 个行业利润增速环比改善, 多数为中下游行业。8 月当月, 促消费政策效应不断释放, 市场需求有所回升, 多数消费品行业利润改善, 消费品制造业利润同比降幅较 7 月明显收窄, 在 13 个消费品制造行业中, 有 8 个行业利润较 7 月改善; 受支持汽车消费政策等因素推动, 汽车制造业利润同比增长 1.02 倍, 为年内最高; 在工业生产持续恢复叠加高温天气影响导致用电需求旺盛, 发电量增速逐月加快并升至近年高位的带动下, 电力行业利润快速恢复, 同比增长 1.58 倍, 增速较 7 月加快 111.8 个百分点。

受大宗商品价格回落影响, 国有企业利润增速放缓, 但仍大幅高于私有企业。分企业类型看, 1-8 月国企利润同比增速放缓 2.6 个百分点至 5.4%, 降至 2021 年以来最低, 但仍大幅高于总体水平; 私企利润同比降幅扩大 1.2 个百分点至 8.3%, 为 2020 年 7 月以来新低; 外资企业利润增速同比下降 12%, 但 8 月当月利润由降转增, 同比增长 6%。

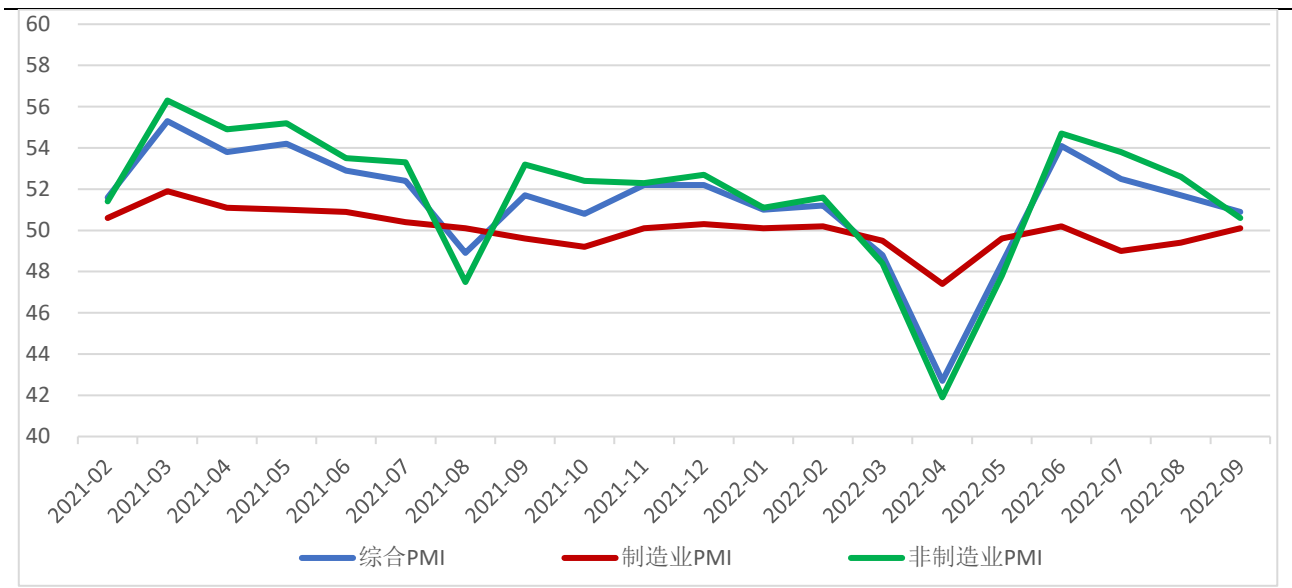
企业经营成本仍然较高。1-8 月规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为 84.83 元, 较 1-7 月增加 0.13 元; 每百元营业收入中的费用为 7.91 元, 也增加 0.02 元。

1.2 政策效果持续释放, 加上高温天气等短期扰动因素消退, 制造业重回扩张区间, 并没有继续恶化, 但非制造业 PMI 继续回落, 经济仍处于弱复苏阶段

此前释出的各种稳增长政策继续发挥效力, 加上高温天气造成的短期影响消退, 9 月中国制造业景气度重返扩张区间, 但仍受疫情扰动, 非制造业景气度继续下降, 经济仍处于弱复苏状态。国家统计局 9 月 30 日公布的经济景气度数据显示, 9 月制造业采购经理人指数 (PMI) 为 50.1, 较上月继续提升 0.7 个百分点, 时隔两个月后重回荣枯线以上, 由于 PMI 为环比指标, 50 附近的 PMI 数值仅能表明中国制造业景气度没有变得更差; 非制造业商务活动指数继续下降 2 个百分点至 50.6, 连续三个月下降; 非制造业 PMI 降幅大于制造业 PMI 的

升幅，拖累 9 月综合 PMI 下降 0.8 个百分点至 50.9，表明企业生产经营活动总体继续扩张，但扩张步伐有所放缓，经济仍处在弱复苏阶段。

图 3：9 月制造业 PMI 上升至扩张区间，非制造业 PMI 继续下降（%）



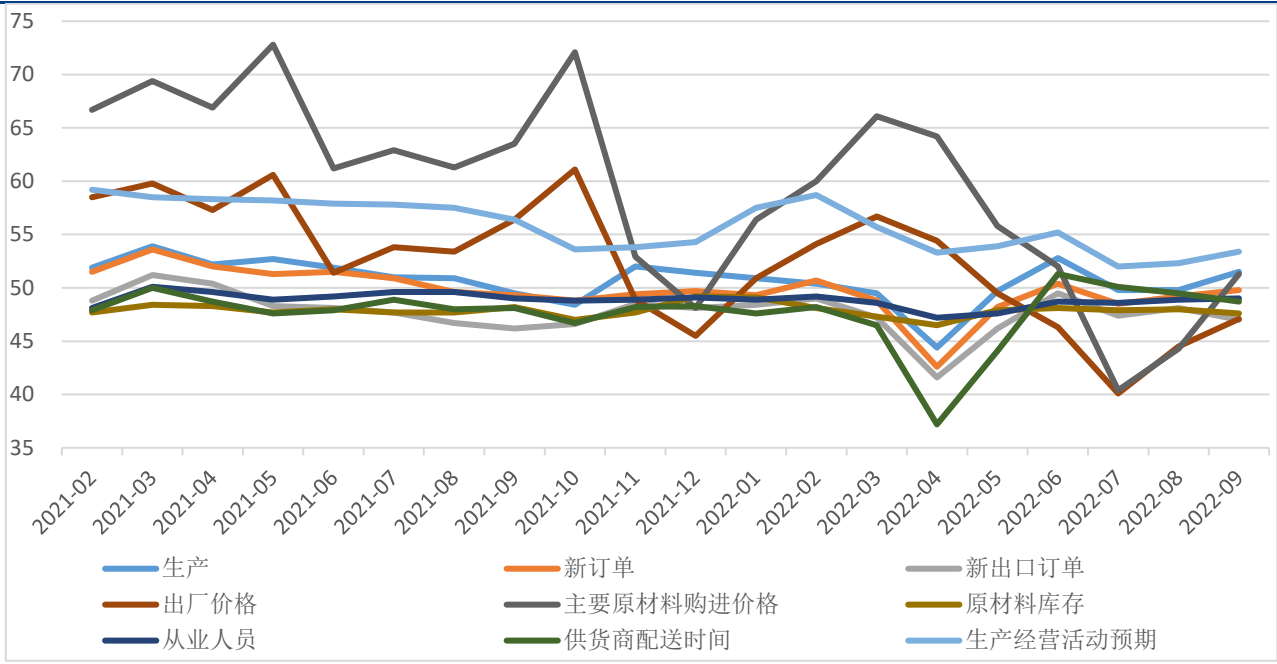
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

从制造业 PMI 各分项指数看，生产端出现回暖，但需求端仍持续收缩，其他相关指标跟随变动。供给端，9 月制造业进入传统旺季，生产指数升至 51.5，较 8 月提高 1.7 个百分点，重回荣枯线之上，其中食品及酒饮料、精制茶、医药、非金属矿物制品、黑色金属冶炼及压延加工、通用设备制造等行业生产指数均升至 54 及以上，表明相关行业企业生产环比扩张较快。在制造业企业生产活动加快背景下，企业原材料采购力度加大，9 月采购量指数升至 50.2，也重返扩张区间。需求端，9 月制造业新订单指数升至 49.8，高于 8 月 0.6 个百分点，连续三个月处于收缩区间，其中新出口订单指数下降 1.1 个百分点至 47，且是 2021 年 5 月以来连续低于荣枯线，表明制造业市场需求仍萎靡，外需较为羸弱。在此背景下，制造业就业仍然低迷，9 月从业人员指数微升 0.1 个百分点至 49，连续第 18 个月处于收缩区间。

受国际大宗商品价格波动影响，两个价格指标均出现回升。9 月制造业原材料购进价格指数大幅回升至 51.3，高于 8 月 7 个百分点，重返荣枯线以上；出厂价格指数提高 2.6 个百分点至 47.1，连续两个月上升，但仍处于收缩区间，或受需求低迷的拖累。

受国内多地疫情持续影响，制造业物流及供应链再度出现不畅。9 月供应商配送时间指数下降 0.8 个百分点至 48.7，连续两个月低于荣枯线，但生产经营活动预期指数为 53.4，较 8 月提升 1.1 个百分点，企业信心有所回升。

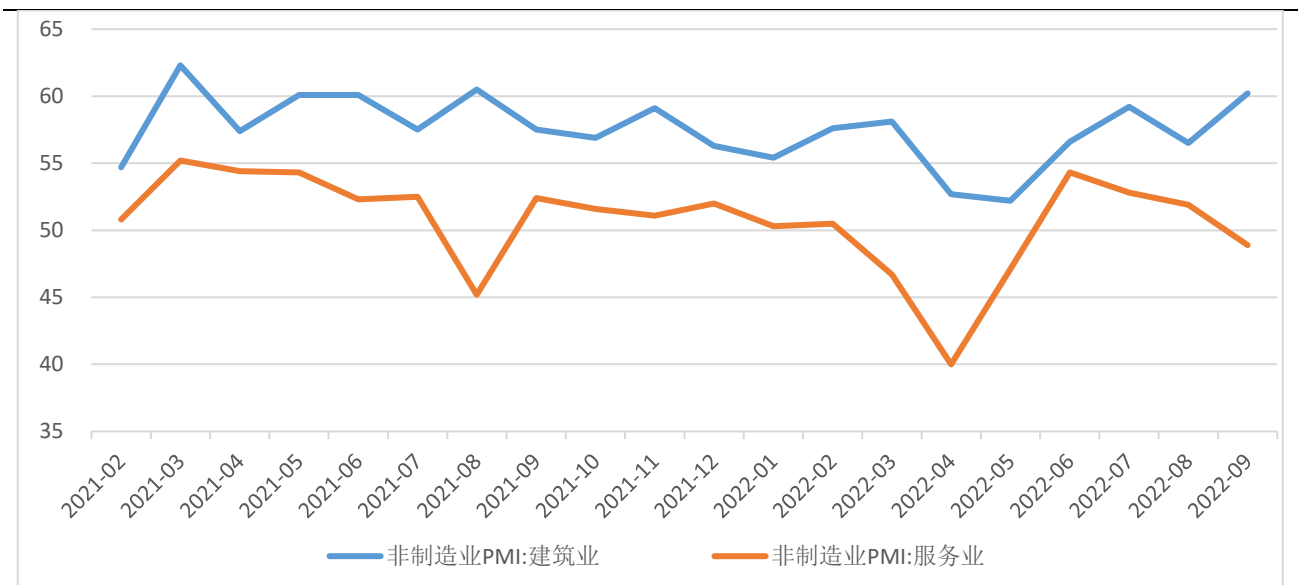
图 4：9 月制造业生产端出现回暖，但需求端整体仍低迷（%）



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

受疫情等因素影响, 服务业市场活跃度有所减弱, 但盘活专项债、政策性金融工具等政策进一步推动基建项目, 建筑业生产活动扩张加快。9月服务业商务活动指数降至48.9, 较8月回落3个百分点, 6月以来首次跌至荣枯线以下, 生产性服务业商务活动指数继续位于扩张区间, 而生活性服务业商务活动指数降至收缩区间, 是服务业景气回落的主因, 零售、航空运输、住宿、餐饮、居民服务等接触型聚集型服务行业商务活动指数均低于45, 应主要与疫情继续扰动有关; 建筑业商务活动指数为60.2, 高于8月3.7个百分点, 升至高位景气区间, 其中土木工程建筑业商务活动指数为61, 为近四个月最高值。

图5: 9月服务业商务活动指数降至荣枯线以下, 建筑业商务活动则升至高位景气区间 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

1.3 一周要闻

1、央行：保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长稳定性

央行货币政策委员会召开 2022 年第三季度例会指出，要稳字当头、稳中求进，强化跨周期和逆周期调节，加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，攻坚克难，为实体经济提供更有力的支持，着力稳就业和稳物价，稳定宏观经济大盘。深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，加强预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，推动“保交楼”专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。推动平台经济规范健康持续发展，对平台经济实施常态化监管。

2、央行、银保监会阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限

央行、银保监会发布通知，决定阶段性调整差别化住房信贷政策。对于今年 6-8 月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，可自主决定在 2022 年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限，二套住房贷款利率政策下限按现行规定执行。这一政策措施的出台，有利于支持城市政府“因城施策”用足用好政策工具箱，促进房地产市场平稳健康发展。在当地政策范围内，银行和客户可协商确定具体的新发放首套住房贷款利率水平，有利于减少居民利息支出，更好地支持刚性住房需求。

3、全国外汇市场自律机制电视会议：外汇市场事关重大，保持稳定是第一要义

全国外汇市场自律机制电视会议强调，外汇市场事关重大，保持稳定是第一要义。人民币汇率保持基本稳定拥有坚实基础。当前外汇市场运行总体上是规范有序的，但也存在少数企业跟风“炒汇”、金融机构违规操作等现象，应当加强引导和纠偏。必须认识到，汇率的点位是测不准的，双向浮动是常态，不要赌人民币汇率单边升值或贬值，久赌必输。会议要求，自律机制成员单位要自觉维护外汇市场的基本稳定，坚决抑制汇率大起大落。报价行要切实维护人民币汇率中间价的权威性；银行自身要基于风险中性原则合理开展自营交易，向市场提供真实流动性；成员单位要进一步加强对企业和金融机构风险中性的宣传和引导，进一步提升帮助企业避险的服务水平；有关部门要加强监督管理和监测分析，加强预期管理，遏制投机炒作。

4、李克强主持召开稳经济大盘四季度工作推进会议

国务院总理李克强主持召开稳经济大盘四季度工作推进会议指出，受超预期因素冲击，二季度前期经济明显下滑。经过艰辛努力，扭转了经济下滑态势，三季度经济总体恢复回稳。李克强说，稳住经济大盘对就业和民生至关重要。要抓住时间节点，推动政策在四季度全面落地、充分显效，巩固经济企稳基础、促进回稳向上，确保运行在合理区间。

5、中国人民银行决定下调首套个人住房公积金贷款利率

中国人民银行决定，自 2022 年 10 月 1 日起，下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别调整为 2.6% 和 3.1%。第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变，即 5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别不低于 3.025% 和 3.575%。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：跨季期间央行增量投放，资金面有所放松；节后逆回购集中到期，关注央行公开市场操作情况

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场全口径净投放 8680 亿元

本周央行公开市场共有 100 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 8780 亿元逆回购操作，因此本周全口径净投放 8680 亿元。下周（10 月 8 至 14 日）央行公开市场将有 9680 亿元逆回购到期，其中 8 日到期 6110 亿元，9 日无到期，10 日到期 930 亿元，11 日到期 620 亿元，12 日到期 670 亿元，13 日到期 770 亿元，14 日到期 580 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	420	1130	1330	1050	1280
14 天	930	620	670	770	580
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	1330	1730	1980	1800	1840

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：跨季期间央行增量投放，资金面有所放松。本周跨季，央行持续增量投放，本周共投放超 8000 亿元。资金面在本周前两日小幅收紧，月内供给较为充裕，跨季略供不应求，随央行持续净投放，本周三起资金面有所转松。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 2.0613%，R007 加权平均升至 2.1751%；交易所回购利率 GC001 加权平均升至 3.3390%，GC007 加权平均升至 3.3680%。

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	1.4989	1.4742	1.3496	1.0548	2.0613
	R007	1.7940	1.8493	1.8653	2.2964	2.1751
	R014	2.4511	2.9234	3.0748	2.8303	2.9341
	R021	2.4471	2.9706	2.8780	2.4576	2.2292
	R1M	2.1949	2.3646	2.2813	2.4366	2.4416
上交所协议回购	206001	3.0680	3.8560	3.8600	5.6740	
	206007	3.5070	3.2430	3.5910		
	206014	3.8740	4.6310	4.4840	4.9240	5.7690
	206021	3.6690	4.6370	5.3450	5.2480	6.0540
	206030	5.6080	5.4820	6.2910	5.9750	6.4380
利率互换定盘: 1Y	FR007	2.0095	1.9974	1.9991	2.0235	2.0235

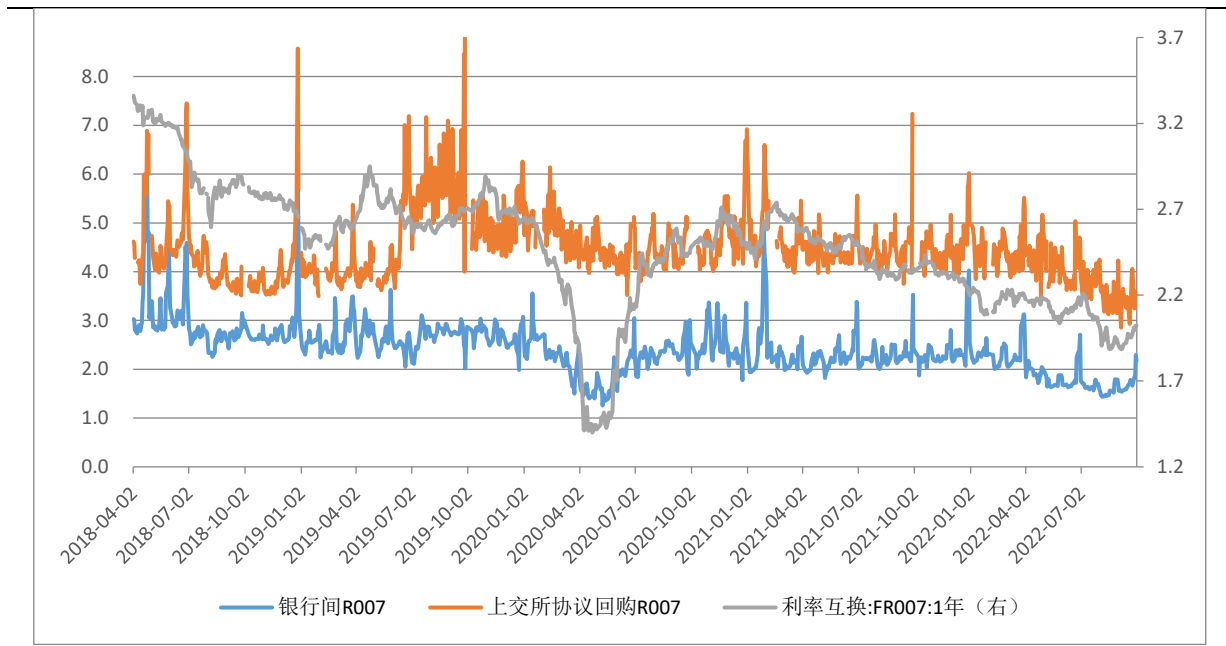
资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

2) 资金面的展望: 节后逆回购集中到期, 关注央行公开市场操作情况

央行货币政策司刊发《创新和完善货币政策调控 促进经济运行在合理区间》一文指出, 我国经济长期向好, 保持较强韧性, 我国货币政策政策空间充足, 政策工具丰富, 促进经济保持在合理区间具备诸多有利条件。下一步, 央行将实施好稳健的货币政策, 坚持以我为主、稳中求进, 兼顾稳就业和稳物价、内部均衡和外部均衡, 加力巩固经济恢复发展基础, 不搞大水漫灌、不透支未来。经济弱复苏的大背景下, 央行宽货币的政策大方向没有边, 预计未来资金层次过度收紧的可能性有限。但央行连续两个月 MLF 缩量续作, 虽然本周央行临时增加短期投放, 但资金面由二季度以来的超宽松向正常转变的趋势将持续。

节后虽然跨月结束, 但存在大量逆回购到期, 具体来看 10 月 8 日当日到期 6110 亿元, 10 日至 14 日到期共到期 3570 元, 月初冲击资金面的因素较少, 但面对大量逆回购到期, 若央行不增量投放进行调整, 资金面仍存在波动可能。近期在跨月期间央行通过逆回购方式及时补充流动性, 但整体属于短期资金置换长期资金的形势, 仍需关注 10 月份资金面持续回归正常的可能。

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

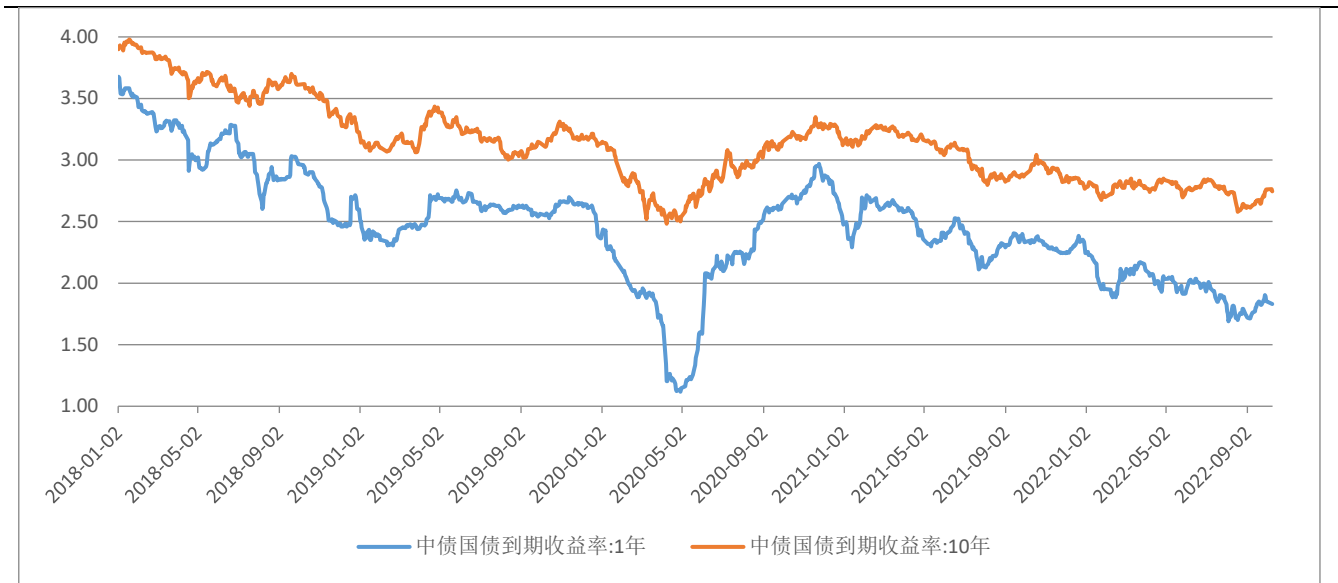
2.2 利率债走势分析: 工业利润继续下行, PMI 重回荣枯线上, 节前地产再次连续发布政策, 叠加疫情防控预期, 利率债进入调整区间, 但经济情况仍有待观察, 震荡形势不改

1) 利率债走势复盘:

本周, 7 天逆回购到期 100 亿和投放 5210 亿, 7 天期净投放 5110 亿, 14 天期逆回购投放 3570 亿, 净投放共计 8680 亿。利率债持续上行, 国债已上行突破 MLF 降息前低点。周一央行开展 420 亿元 7 天期、930 亿元 14 天期逆回购操作, 利率分别为 2.0%、2.15%, 今日 20 亿逆回购到期, 净投放 1330 亿元。利率债全线上行, 10Y 国债逼近 2.7%。今日加大跨季的流动性, 但资金端仍旧较紧; 周二, 央行开展 1130 亿元 7 天期、620 亿元 14 天期逆回购操作, 当日 20 亿元逆回购到期, 净投放 1730 亿。银行间跨季有所放松, 但交易所跨季依旧紧张, 1-8 月工业企业利润出炉, 继续负增长, 连续收缩, 行业利润增长的有: 汽车、其他运输设备、电子设备、烟草。受此影响长端表现较好, 短端由于资金面原因继续上行; 周三, 央行开展 1330 亿元 7 天期、670 亿元 14 天期逆回购操作, 当日 20 亿元逆回购到期, 净投放 1980 亿, 资金稍有转松, 跨月较为平稳。但随着离岸人民币汇率破 7.2, 利率债整体收益率上行, 长端上行较多; 周四, 央行开展 1050 亿元 7 天期、770 亿元 14 天期逆回购操作, 当日 20 亿元逆回购到期, 净投放 1800 亿。早盘利率下行, 随着 2.5 万亿国债发行及保交楼消息发布, 利率随之上行, 今日短端继续随着宽松资金面下降, 长端继续上行。明日 PMI 数据公布, 做多情绪非常谨慎; 周五, 央行开展 1280 亿元 7 天期、580 亿元 14 天期逆回购操作, 当日 20 亿元逆回购到期, 净投放 1840 亿。昨日将房贷政策发布, 同时美国救济金领取数据强劲超预期, 带来未来更大力度的加息预期, 早盘 PMI 数据公布, 但官方和财新统计背离, 节后金融数据公布, 机构节前止盈明显, 现券方面除 1y 外其余期限收益率均上行。本周以持续上行结束。

本周活跃券 10 年国债活跃券 220017 由 2.6725% 累计上行 8.25bp 至 2.7550%，10 年国开活跃券 220215 由 2.8225% 累计上行 11.85bp 至 2.9410%。

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：楼市政策继续加码，美联储加息再度有超预期的可能，9 月金融数据同样有政策性金融工具的支撑，均对债市形成利空，利率债进入调整阶段，但经济数据、金融数据的可持续性仍待观察，利率不具备持续上升的条件。

工业利润继续回落，8 月降幅收窄。PMI 重回荣枯线上。大宗商品回落导致上游放缓，中下游持续改善，但规模以上工业企业产成品存货增速持续下降，表明企业扩张需求极弱，目前处于主动去库存周期。9 月官方制造业 PMI 为 50.1%，非制造业 PMI 为 50.6%，非制造业的新订单指数下降较大，内需较弱，且新出口订单指数继续下降，海外需求不足，内外需求均较弱，继续对经济形成拖累。PMI 基建继续亮眼，且本周 28 日第二批新增 3000 亿元政策性金融工具完成投放，基建继续发力托底。且不同规模企业景气度不同，大型企业 PMI 51.5%，中、小型企业 PMI 仍处于收缩区间（49.7% 和 48.3%）。目前各项指标均均为负反馈减小，经济仍处于修复的通道中，并未呈现转好局面，但向好预期对于触底后的利率债形成继续向上的助推。

节前地产放松政策连续发布：首套贷款利率下调，换房个税优惠，首套公积金贷款利率下调。房地产政策继续加码，但在“房住不炒”的原则下，政策起到托底作用，比如贷款利率下调均为首套利率，且对于城市有一定要求：6-8 月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，目前看以弱二三线城市为主（9 个二线 14 个三线）。三项政策均针对需求端，房贷利率端的刺激本身对购房的需求影响较为有限，且针对首套刚需购房者，个税政策对于非满五唯一的持有者有一定利好，虽能提振改善性需求，但偏向促进市场流通。目前需求端疲软，政策能否传导至整个地产链条，仍有待观察，但地产政策持续加码对投资者产生经济边际好转预期，继续利空债市。

2.3 存单信用债分析：存单、信用债发行量环比下降，净融资额均由正转负，各期限及各评级信

用债收益率全面上行

1) 一级市场发行：存单、信用债发行量环比下降，净融资额均由正转负

同业存单方面，本周同业存单发行量约 2,851.60 亿元，环比下降 47.31%，偿还量约 3,539.40 亿元，环比增长 49.50%，净融资额-687.80 亿元，环比由正转负。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 30.39bp 报 1.9165%，3M 期存单平均发行利率较上周上行 6.67bp 报 1.8466%，6M 期存单平均发行利率较上周上行 6.13bp 报 1.979%，9M 存单平均发行利率较上周下行 0.94bp 报 1.9922%。

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 2,174.01 亿元，环比下降 29.61%，偿还量约 2,741.56 亿元，环比增长 21.93%，净融资额-567.55 亿元，环比由正转负。

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上行，信用利差涨跌互现

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率全面上行，1 年期各评级信用债收益率上行 6.62bp~7.62bp，3 年期各评级信用债收益率上行 7.45~9.45bp，5 年期各评级信用债收益率上行 7.22~8.22bp。

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	2.156	3.30%	6.63
信用债(AAA):3 年	2.670	3.10%	9.45
信用债(AAA):5 年	2.983	1.70%	7.24
信用债(AA+):1 年	2.284	3.40%	7.62
信用债(AA+):3 年	2.829	3.00%	7.45
信用债(AA+):5 年	3.236	1.60%	8.22
信用债(AA):1 年	2.354	1.60%	6.62
信用债(AA):3 年	3.019	1.60%	9.45
信用债(AA):5 年	3.696	3.40%	7.22

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

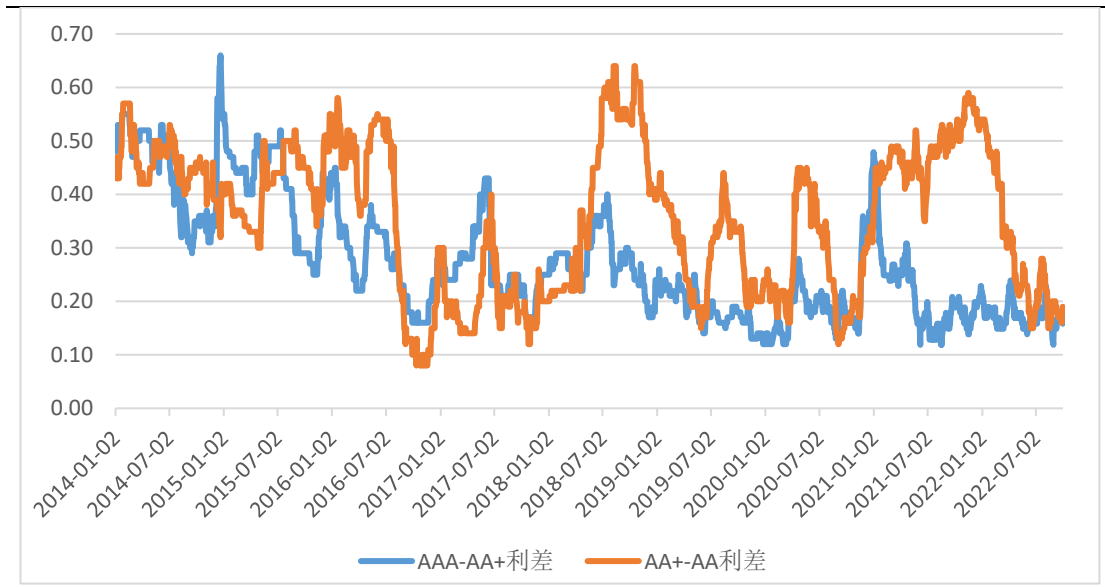
信用利差方面，以同期限中短票收益率-国开债收益率测算信用利差，短端信用债收益率上行幅度大于国开债，1 年期各评级信用利差走阔 3.12bp~4.12bp，长端信用债收益率上行幅度不及国开债，5 年期各评级信用利差被动压缩 2.53~3.53bp，3 年期 AAA 级、AA 级信用利差均走阔 1.09bp，AA+级信用利差收窄 0.91bp。

期限利差方面，AAA 级 3Y-1Y 利差走阔 2.82bp、5Y-3Y 利差收窄 2.21bp，AA+级 3Y-1Y 利差收窄 0.17bp、5Y-3Y 利差走阔 0.77bp，AA 级 3Y-1Y 利差走阔 2.83bp、5Y-3Y 利差收窄 2.23bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差较上周下行 2bp 至 16bp，AA 与 AA+之间的利差较上周上行

2bp 至 19bp。

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

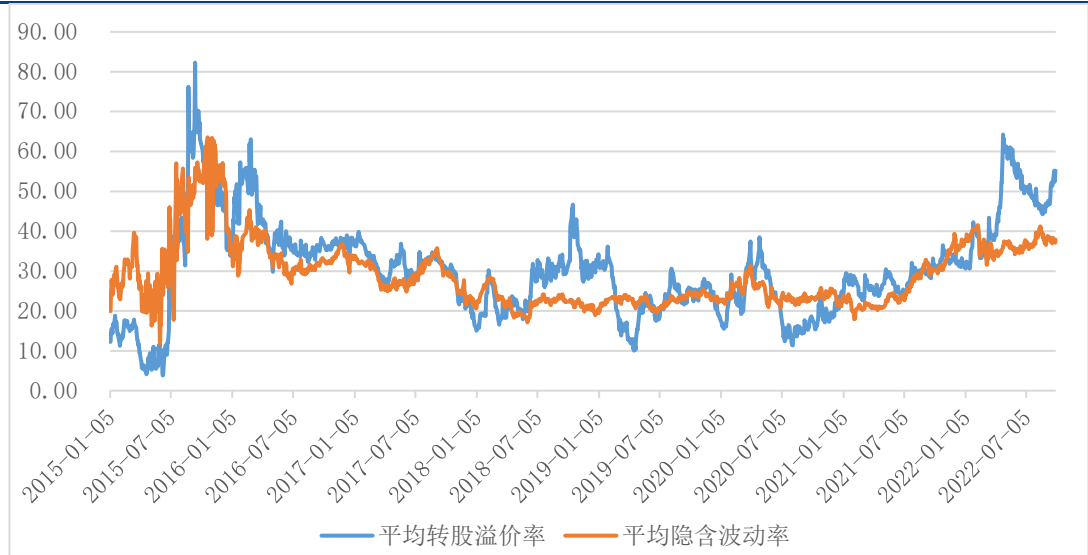
2.4 可转债分析：权益市场延续低迷、指数全面下跌，超八成可转债录得下跌行情，关注地产产业链、银行、信创、半导体、成长板块业绩估值匹配度较好的标的

1) 可转债走势复盘：权益市场延续低迷、指数全面下跌，超八成可转债录得下跌行情

本周权益市场延续低迷、指数全面下跌，上证指数本周收于 3024.39 下跌 2.07%，深证成指本周下跌 2.07%，创业板指本周下跌 0.65%，中小 100 本周下跌 2.51%。转债跟随正股涨少跌多，上证转债下跌 1.23% 至 350.49，深证转债下跌 1.96% 至 296.66，中证转债下跌 1.47% 至 402.64，其中超八成可转债录得下跌行情，胜蓝转债、永吉转债、明泰转债、小康转债、天铁转债等领跌，贵广转债、新天转债、九典转债、天康转债、科伦转债等领涨。一级方面，本周再 22 转债、泰福转债、新致转债、崧盛转债、宙邦转债 5 只转债发行，无转债上市。

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 1.86pct、0.15pct，处于 2015 年以来 95%、89% 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：关注地产产业链、银行、信创、半导体、成长板块业绩估值匹配度较好的标的

本周公布9月制造业PMI为50.1%，环比上升0.7个百分点，重回扩张区间，地产宽松政策密集落地：央行、银保监会阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限，财政部、税务总局发布公告表示居民换购住房可享个税退税优惠，央行决定自10月1日起下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点，海外方面“北溪”管道泄漏加剧欧洲能源危机担忧，美联储重要官员再度释放鹰派言论，叠加国庆节前市场情绪不佳，A股表现较弱。国内经济边际回暖，海外地缘政治风险等扰动因素仍存，权益短期或维持震荡格局，转债配置中可考虑以下方向：

1) 多部委发布利好政策提振地产需求，地产产业链、银行等蓝筹板块估值有望进一步修复；2) 自主可控、国产替代逻辑下的计算机信创、半导体板块有望持续受益；3) 成长板块风光储、军工高景气确定性较强，结合三季度业绩优选估值匹配度较好的标的。

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：沪指缩量阴跌，成长股再度重挫

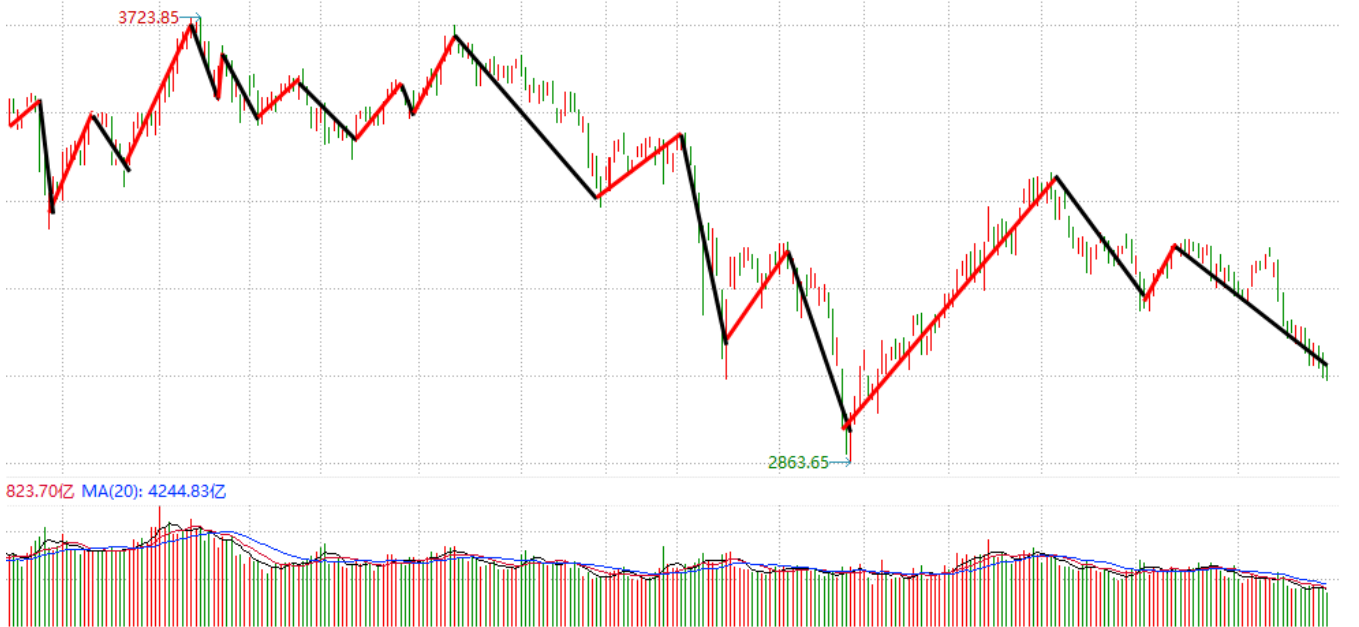
1) 权益市场走势复盘：市场普跌重挫，资源股企稳反弹

上证综指最终报收3024.39点，本周下跌2.07%。同期深证成指下跌2.07%，创业板下跌0.65%。量能方面，沪指环比再度缩量，市场情绪低迷。盘面方面，除个别妖股外，市场交易情绪低迷。

北上资金小幅流出，本周合计流入71.39亿元。本周价值略弱于成长，其中上证50下跌0.75%，沪深300下跌1.33%，中证500下跌3.00%，创业板50下跌0.85%，国证2000下跌4.07%。茅指数上涨1.92，宁组合上涨2.43%。

本周五个交易日，30个中信一级行业3个上涨，其中医药、消费者服务、食品饮料分别上涨4.69%、3.30%、3.12%。有色金属、综合、石油石化分别领跌6.42%、5.84%、5.73%。总体来看，本周依旧为普跌态势，成长股表现弱势。

图 10: 沪指连续缩量阴跌, 短期或迎来超跌反弹



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 1.99%, 报 29296.7900 点, 纳指本周上涨 0.73%, 报 10652.4000 点, 标普 500 指数本周上涨 1.51%, 报 3639.6600 点。

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: 沪指空头趋势加强, 节后或超跌反弹

8 月出口数据亮眼, 关注热泵的投资机会。根据海关数据, 2022 年 1-8 月我国热泵出口额同比+62%至 8.0 亿美元, 其中 8 月热泵出口总额实现 1.2 亿美元 (同比+60%, 环比+0.6%); 8 月压缩式热泵出口总额达 1.2 亿

美元，拆分量价来看，出口量为 10 万台（同比-8%、环比-8%），均价为 1148 美元（同比+75%，环比+9%），预计“量减价增”主要由于价格较低的泳池热泵出口比例的下降以及价格较高的户用热泵出口比例的提升。近期北溪-1、北溪-2 管道泄漏，使欧洲天然气供给进一步紧俏，能源危机下热泵渗透率有望持续提升，建议关注压缩式热泵的投资机会。

8 月金切机床产量降幅收窄，成型机床产量降幅持平。8 月，我国金属切削机床产量为 4.50 万台，同比下降 13.5%，降幅略有收窄；1-8 月累计产量为 37.5 万台，同比下降 10.5%。金属成型机床 8 月产量为 1.60 万台，同比下降 20.0%；2022 年 8 月，我国 PMI 为 49.4%，相比 7 月上升 0.4 个百分点，PMI 新订单为 49.2%，相比 7 月上升 0.7 个百分点。制造业需求相比 7 月有小幅好转。我们认为，短期受疫情反复影响 PMI 仍低于荣枯线，但相比 7 月略有好转。中长期看，我国机床数控化率对比欧美等发达国家仍有较大提升空间，建议关注相关上市公司的投资机会。

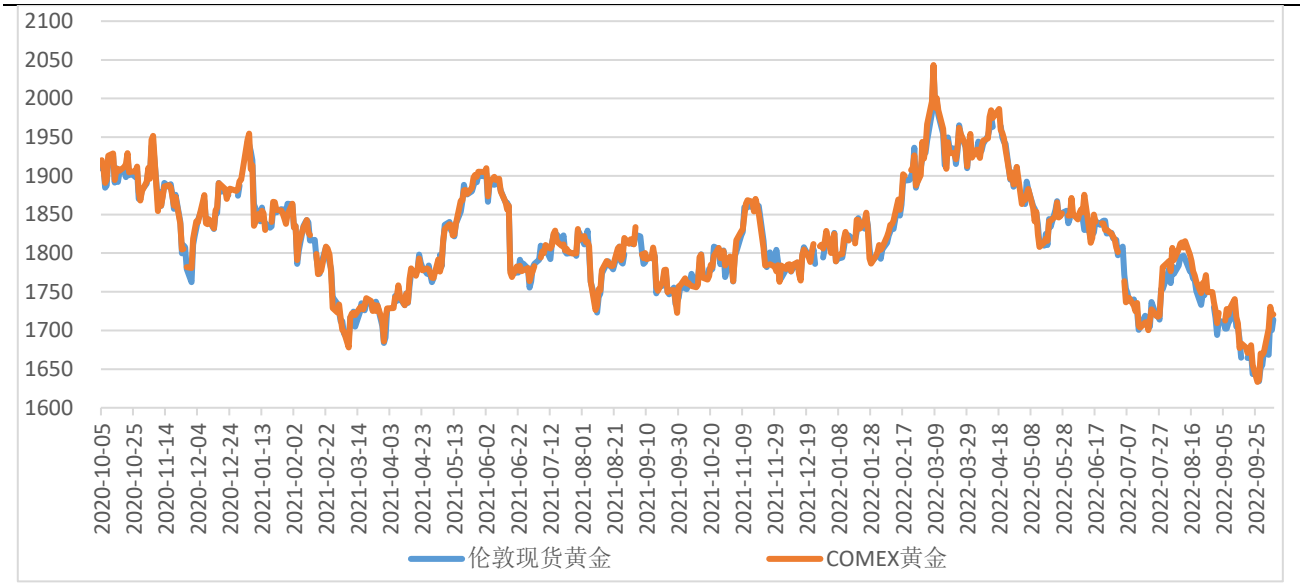
8 月光伏装机同比高增长，建议关注大储能产业链。国家能源局公布 1-8 月份装机数据：1-8 月光伏累计新增装机 44.47GW，同比增长 101.7%。其中 8 月新增装机 6.74GW，同比+64%、环比-1.6%。光伏装机同比保持高速增长，环比基本持平，主要是上游硅料原材料依然紧张。根据硅业分会数据，9 月硅片产出预计将超过 30GW，环比增长 15%，预计随着硅料产出逐步释放，大基地需求有望逐步释放，关注大基地带来相应的投资机会，包括大储能与光伏玻璃的双玻需求等。

香港入境检疫免除酒店隔离，旅游出行板块估值有望抬升。中国香港特别行政区政府 9 月 23 日宣布，由 9 月 26 日起推出海外及台湾从机场抵港人士的检疫新安排 0+3 方案，撤销酒店强制检疫措施。9 月 24 日，澳门特区行政长官贺一诚预计 11 月恢复内地旅行团赴澳旅游及电子签注办理。参照欧美、香港放松进程，我国出入境限制放松仍处于早期阶段，预计近期国内防疫要求暂时收紧不会影响出入境限制放松进程，年底出入境政策或进一步放松。国内游方面，2022 年以来国内旅游出行受疫情影响逐渐淡化，料防疫政策收紧下出行需求将转向多段周边短途游释放，预计十一黄金周出行修复稳定，旅游出行板块估值有望抬升。

展望后市，国际市场或将延续震荡走势并在一定程度上拖累国内市场的表现。九月回调后创业板指风险溢价已处于近十年内极值高位，科创 50 风险溢价也已升至开板以来极值高位，配置性价比已现，在经济数据改善及相关政策的支撑下成长风格或将率先结束调整。中期来看，大国博弈背景下成长风格仍将享受新兴产业成长红利，增长空间仍较大。军工方面下游需求旺盛，建议关注业绩拐点向上的军机等航空装备产业链。新能源方面短期内受外部因素影响表现或较为震荡，但中长期增长空间仍较大，回调后或可择机布局。

3.2 黄金市场分析：包括美联储在内的全球主要央行加息预期不断被市场所消化，金价超跌后反弹，本周收阳

节前周五（9 月 30 日），伦敦现货黄金价格较前一交易日大涨 16.95 美元，或 1.02%，收报于 1671.75 美元/盎司，全周累计涨幅 1.72%；美国 COMEX 黄金期货结算价上涨 3.4 美元，或 0.2%，收报于 1672 美元/盎司，全周累计涨幅 0.99%。

图 12: 本周两个金价超跌后反弹, 并最终收涨 (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

本周金价先跌后涨, 呈“U型”走势, 现货黄金一度刷新 2020 年 4 月上旬以来低点至 1614 美元/盎司, 但随着美元指数自逾 20 年高位 114.780 回落, 金价逐步反弹并转升。后续看, 包括美联储在内的全球主要央行不太可能在短期内改变政策路径, 大幅激进加息政策料将延续, 全球经济增长势头将减弱, 美元或将继续保持强势, 金价易跌难涨。

在英国公布历史性减税措施、取消该国最高所得税率并取消公司税提升计划后, 本周初英镑兑美元跌至历史新低 1.0356, 导致英国金融市场大幅震荡。但随后, 英国央行宣布将根据需要购买尽可能多的长期政府债券, 以稳定金融市场, 并表示购债旨在恢复有序市场状况, 旨在解决长期政府债券市场中的特定问题。因此, 英镑兑美元出现反弹, 导致美元升值动力减弱。

美联储加息方面, 在 9 月连续第三次加息 75bp 后, 发布的预测显示, 后续利率上升幅度更高, 并且持续时间更长, 超过了投资者预期, 加上其他央行也采取类似举措, 全球股市遭遇大幅抛售。美联储主席鲍威尔表示, 他预计以当前速度加息将推高失业率, 并对一些家庭和企业造成痛苦, 但若放任通胀变得根深蒂固最终会更加痛苦。一些美联储官员在本周的发言则继续强化激进鹰派预期。

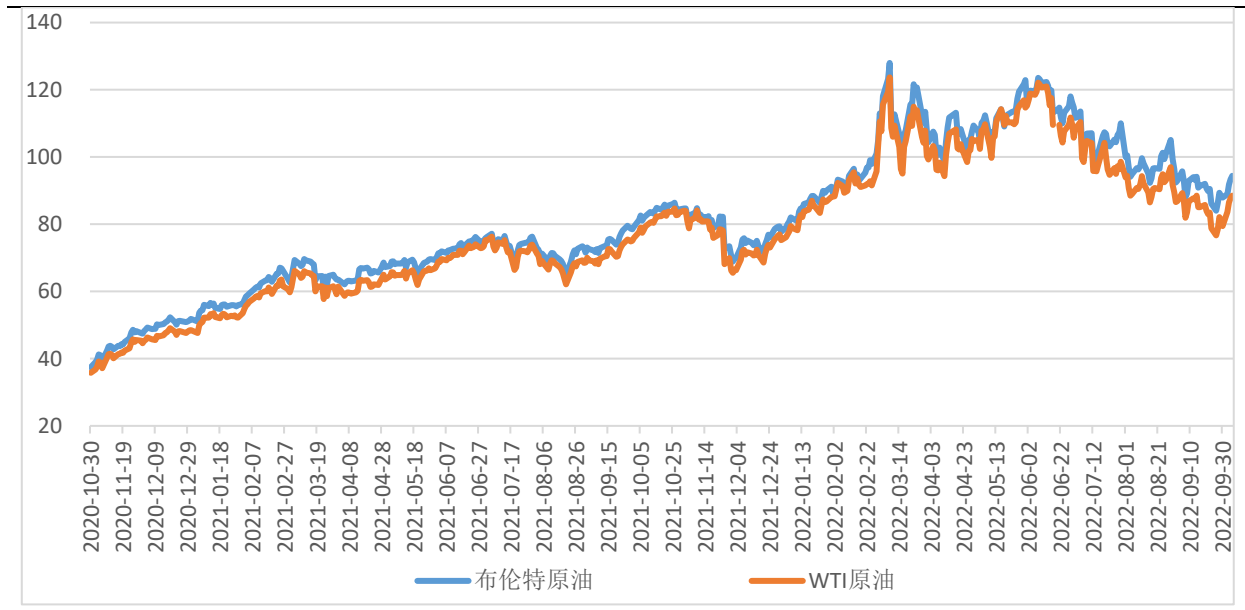
金价短期反弹后或继续下跌, 中长期则趋向下行。国内十一长假期间, 金价仍继续反弹, 且反弹力度更大, 但我们判断这仅是反弹, 而不是反转, 原因是一些国家的高通胀仍高居不下, 具有较强韧性, 央行的主要应付手段就是大幅提高基准利率, 未来货币政策紧缩仍是主基调, 其中又以美联储和英国央行为主要代表, 美联储在 9 月议息会议加息 75bp 后, 11 月和 12 月会议大概率继续加息 125bp, 这将进一步支撑美元指数走高, 从而不利于金价, 金价向下概率较大。

3.3 原油市场分析: 美元指数向下调整及 OPEC+减产预期下, 国际油价展开反弹

周五(9月30日), 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下跌 0.53 美元, 或-0.6%, 收报于每桶 87.96 美元, 但依靠周二周三的大涨, 全周累计仍上涨 2.1%; 美国 WTI 原油期货合约结算价下跌

1.74 美元，或-2.14%，收报于每桶 81.23 美元，全周累计上涨 0.95%。

图 13：本周两大国际油价在连续下跌后开始反弹（美元/桶）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

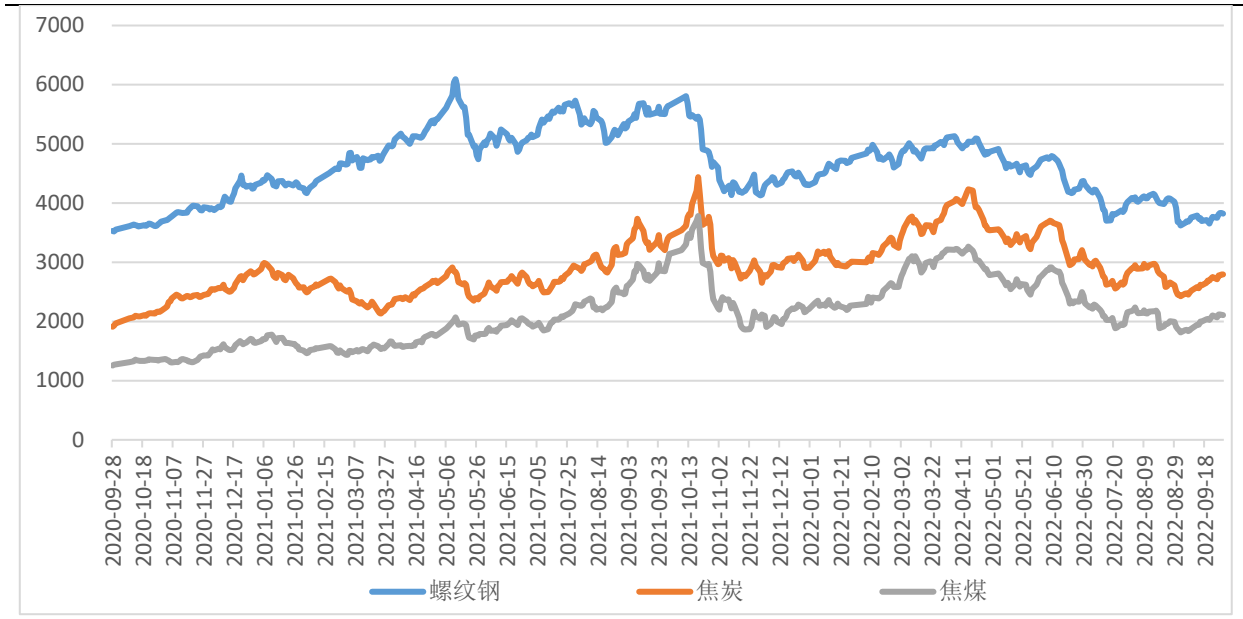
尽管周五下跌，但受益于美元走软，国际油价全周整体表现为反弹，此外美国对伊朗实施新的制裁，以及 OPEC+ 计划减产，也提振了油价。经过前面的连续大跌，油价似乎已经到了短期底部，同时消息面上，欧盟将从 12 月 5 日起禁止俄罗斯石油海路进口，供应预计趋紧；美国本周四对被指控参与伊朗石化和石油贸易的公司实施制裁，在德黑兰寻求恢复 2015 年伊朗核协议时对其施加压力；另外，OPEC+ 计划在下周会议开始讨论减产问题，据知情人士，俄罗斯可能建议至多减产 100 万桶/日。此前 OPEC+ 在 9 月的会议上同意小幅削减 10 万桶/日，以提振油价，而且 OPEC 最大产油国沙特阿拉伯也曾在 8 月表示有可能减产以应对市场波动。

油价短期或继续反弹，但长期或仍向下走跌。十一国庆长假期间，由于 OPEC+ 宣布从 11 月开始减产 200 万桶/日，大幅超出市场预期，油价出现大幅连续反弹，国庆期间 5 个交易日，两大国际油价均大幅上涨超 10%。不过应看到，减产对油价的支撑仅为短期性，后续看，本月公布的 9 月美国 CPI 数据或继续保持高位，美联储大幅加息预期仍在，美元可能在近期调整之后继续向上，等到 OPEC+ 减产消息被市场所消化，市场或将重点继续放在全球经济衰退可能上，油价或将重新进入下跌通道。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，加上越来越多国家制定“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：下游需求边际增强，同时供应端受到一定扰动，黑色系商品价格偏强运行

周五（9 月 30 日），螺纹钢期货主力合约结算价较上周五每吨上涨 55 元，收报于 33823 元/吨，涨幅 1.46%；焦炭价格每吨上涨 45.5 元，收报于 2794.5 元/吨，涨幅 1.66%；焦煤价格每吨上涨 4.5 元，收报于 2106 元/吨，涨幅 0.21%。

图 14: 本周黑色系商品价格维持反弹态势 (元/吨)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

螺纹钢方面, 供给端, 本周钢材产量尽管有所下降, 但铁水产量维持高位, 因此整体产量环比增加。需求端, 节前终下游补库意愿较强, 需求环比延续回升, 去库速度加快。因此整体来看, 短期现实需求好转, 需求预期仍存, 原料支撑较强, 钢材或震荡偏强运行。

焦炭方面, 下游钢厂铁水日产量增至 240 万吨, 对焦炭的刚性需求强度较高, 而供应端生产总体保持相对平稳, 因此在需求偏强、成本端焦煤支撑下, 预计焦炭短期内呈震荡偏强走势。焦煤方面, 临近国庆及重大会议, 国内煤矿安全检查趋严, 供应边际收紧, 短期内难有增量, 而需求仍保持一定强度, 因此短期内焦煤或出现阶段性供需错配。

3.5 人民币兑美元汇率分析: 美联储官员发言维持鹰派, 美国就业数据韧性仍存下, 美元指数本周先跌后涨

9 月 26 日至 30 日, 人民币兑美元汇率中间价报 7.0998, 较上周下跌 1.54%。即期汇率报 7.0931, 较上周上涨 0.24%, 美元指数报 112.1511, 回落 0.8813。本周美元指数报 112.7562, 上涨 0.6051。

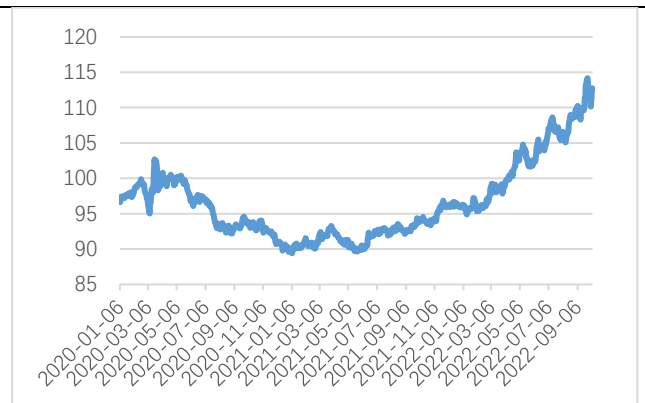
本周美元指数先跌后涨。本周一公布的美国 9 月份 PMI 数据明显不及预期, 美元指数一度走低。但本周美联储官员发言多数鹰派, 表示降低通胀将是美联储的首要任务, 高利率将维持一段时间, 受此影响, 美元指数周中由跌转涨。本周五美国 9 月份非农就业人数再超预期, 数据公布后美元指数再度上行。整体来看, 虽然美国经济活力存在下行趋势, 但就业仍体现出较强韧性, 美联储维持鹰派, 对美元起到支撑作用。

美国近期通胀数据仍处于高位, 而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, 短期内美联储仍将持续坚持紧缩的货币政策。9 月份 FOMC 决议上美联储将美国经济的表述改为“近期支出和生产指标略有增长”, 可能说明了美联储短期仍将以控制通胀为核心模板, 经济及就业数据的波动不足以动摇美联储的紧缩路径。长期来看, 二季度以来美国经济虽有韧性, 但已表现出较为明显

的走弱趋势，预计未来随美国经济持续弱势，美联储存在比预计路径更早结束紧缩的可能。

图 15: 人民币兑美元汇率中间价


资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

图 16: 美元指数上行


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。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@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投资风险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