

美加息预期弱化，国内复苏反复，政策加码值得期待

2022年11月6日-11月12日周报

◆ 美国通胀不及预期，市场对美联储12月加息50BP预期明显增强

本周四晚，美国10月CPI数据公布。美国10月未季调CPI同比升7.7%，预期升8%，前值升8.2%；季调后CPI环比升0.4%，预期升0.6%，前值升0.4%；未季调核心CPI同比升6.3%，预期升6.5%。美国10月CPI数据虽然从绝对值看，依然不低，且走低有去年基数抬高的影响，但一方面10月CPI数据全面低于预期，另一方面10月CPI同比为今年3月以来首次低于+8%，象征意义较大。受此影响，市场对美联储加息预期明显走低，11月10日当日，市场预期美联储12月会议加息50BP概率已经高达85.4%，纳指、道指及标普500等美股主要指数全面收涨。截止11月12日，市场对美联储12月会议加息50BP概率仍然高达80%以上。

虽然本周因美国通胀不及预期，美联储加息预期短期下降。但距美联储12月议息会议尚有一个月时间，在美联储11月会议“鹰鸽兼备”的表态下，市场目前对各项数据的敏感性较强，因此，短期内不排除市场加息预期因美国11月通胀、就业及经济数据再次波动的可能，进而导致美股、美债的再次波动。长期视角上，美国经济走弱和通胀趋缓的趋势逐渐显现的情况下，逐步计价美联储政策转鸽或将成为未来国际资本市场的重要主线。

◆ 经济复苏基础不牢固，10月通胀仍然较弱

10月CPI同比+2.1%（市场预期+2.4%），较9月-0.7PCTS。其中食品CPI同比+7.0%，较9月-1.8PCTS。虽然10月猪肉价格同比录得+51.8%，较9月+15.8PCTS，但鲜菜和鲜果大量上市导致鲜菜和鲜果价格同比分别较9月下行20.2PCTS和5.2PCTS，最终带动10月CPI食品项同比较9月下行。10月非食品CPI同比+1.1%，较9月-0.4PCTS，系连续第4个月同比涨幅回落。往后看，消费不振叠加翘尾因素，预计11月CPI同比继续下行：1，猪肉价格单边上行接近尾声，叠加去年猪价高基数，对CPI同比拉动作用难以变强。2，11月和12月原油价格对CPI的拉动作用或略有增强，但有限。3，居民消费依然低迷，核心CPI难以明显上行。4，11月和12月CPI翘尾因素处在低位。

10月PPI同比-1.3%，下行幅度高于市场预期的-1.1%，较9月-2.2PCTS，环比为+0.2%，较9月+0.3PCTS。10月PPIRM同比+0.3%，较9月-2.3PCTS，环比+0.3%，较9月+0.8PCTS。同比看：10月各煤种虽然因冬季储煤需求而环比价格上行，但在去年基数抬升下，价格同比普遍下行；10月螺纹钢、线材、普通中板、无缝钢管、角钢等钢材价格同比继续下跌，跌幅与9月接近；10月在全球加息和经济走弱下，国际油价继续下行，带动国内汽油、柴油价格同比涨幅均有所回落。行业角度，10月调查的40个工业行业大类中，价格上涨的有27个，比上月减少3个。上中下游角度，PPI采掘工业同比-PPI加工工业同比的差由9月的-5.4PCTS变为+3.2%，表明在上游出厂价格下行速度快于下游的情况下，制造业企业成本压力同比有所减轻。展望后市，预计11月

作者

符畅 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：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

经济复苏基础不牢固下，通胀仍然较弱 — 2022-11-10
金融市场分析周报 — 2022-11-07
市场处于政策博弈期 — 2022-11-06

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

和 12 月 PPI 同比继续为负：1, 目前国际油价因美欧同步紧缩的货币政策和全球经济的走弱而保持弱势, 难以对 PPI 上行起推动作用。2, 房地产依然在筑底, 10 月制造业 PMI 数据显示制造业复苏步伐有所放缓, 钢材、水泥等工业品价格走势依然相对疲软。3, 11 月和 12 月 PPI 翘尾因素继续维持低位, 分别为-1.2 和 0。

10 月的 CPI 涨幅低于市场预期, PPI 跌幅高于市场预期, 继 9 月之后, 继续在价格端反映出目前我国工业端和居民消费端的需求依然偏弱、我国经济复苏基础仍不牢固的问题。在经济复苏存在反复, 稳增长仍需更大政策力度支撑的情况下, 市场对各项经济政策边际变化的敏感性将明显提高。

◆ 居民信贷需求拖累下, 10 月金融数据走弱

2022 年 10 月, 社融存量增速+10.3%, 增速较上月-0.3PCTS, 上月增速回升后本月再次下降。10 月社融增量 9079 亿元, 大幅低于市场预期的 1.65 万亿元, 同比少增 7097 亿元。10 月社融环比少增 2.62 万亿元, 环比少增幅度高于 2019 年到 2021 年同期。结构上: 10 月人民币贷款(社融口径)同比少增 3321 亿元, 政府债券同比少增 3376 亿元, 二者是 10 月社融的主要拖累项。

10 月新增人民币贷款 6152 亿元, 低于市场预期的 8242 亿元, 同比少增 2110 亿元, 8 月和 9 月连续两个月同比多增后出现同比少增。季节性上, 10 月新增人民币贷款环比少增 1.85 万亿元, 环比少增幅度超 2019 年到 2021 年同期。结构上, 10 月信贷数据中居民中长期、短期贷款和企业短期贷款均形成拖累, 企业中长期贷款和票据融资对信贷形成支撑。企业方面: 10 月企业端新增中长期贷款和短期贷款分别同比多增 2443 亿元和同比多减 1555 亿元、新增票据融资同比多增 745 亿元。居民方面: 9 月居民端中长期贷款和短期贷款分别同比少增 3889 亿元和同比多减 938 亿元。

10 月 M2 同比+11.8%, 较 9 月回落 0.3PCTS。10 月, 居民户新增存款同比少减 6997 亿元, 一定程度上支撑了 10 月 M2 增速, 但非金融企业和金融机构存款分别同比多减 5979 亿元和同比少增 10352 亿元, 对 10 月 M2 增速形成较大拖累, 综合反映了房地产不景气、制造业景气度阶段性走弱和 10 月股市的深度调整。10 月 M1 同比+5.8%, 与 M2 同比的增速差进一步扩大, 货币活性有所降低, 反映出经济边际走弱。

总体上看, 10 月社融数据中, 虽然企业中长期贷款表现较好, 延续了 8 月以来同比多增的趋势, 反映出企业内在融资需求的韧性, 但在居民端信贷的全面走弱以及政府债因财政前置发力而发行降低的共同作用下, 10 月社融数据超预期走弱。同时, 10 月 M2 增速比社融存量增速高 1.5PCTS, 延续了今年 3 月以来的趋势, 反映出宽货币仍然走在宽信用之前, 进一步反映出经济内在融资需求不足制约经济企稳回升的问题。

◆ 资金利率中枢抬升, 波动加大, 11 月降准降息或可期

本周(11月7日-11月11日)逆回购方面, 央行操作更显灵活特征, 每日投放金额由周初的 20 亿元缓步抬升至周末的 120 亿元, 投放 7D 逆回购累计 330 亿元, 利率维持 2.0%。本周共有 1130 亿元逆回购到期, 实现回笼 800 亿元。货币市场利率波动加大, 截止 11 月 11 日, DR007 和 SHIBOR1W 分别为 1.82% 和 1.89%, 分别较 10 月 28 日上行 18 bp 和 19bp。在未来一段时间货币市场利率中枢抬升、波动加大的态势下, 央行将根据市场利率及短期扰动因素进行灵活操作, 确保流动性继续保持合理充裕。11 月、12 月和明年 1 月的 MLF 到期量分别为 1 万亿元、5000 亿元和 7000 亿元, 未来三个月到期量合计达到 2.2 万亿元, 因此资金面对央行公开市场操作的依赖度有所

上升，MLF 续作操作成为市场关注的焦点。10 月份金融数据显示社融增量规模、增速均不及市场预期，新增信贷也出现超季节性回落，为了促进实体经济融资需求修复，市场宽货币预期升温，11 月利用降准对冲 MLF 到期或可期，随着人民币汇率压力减轻，政策利率调降也存在可能。

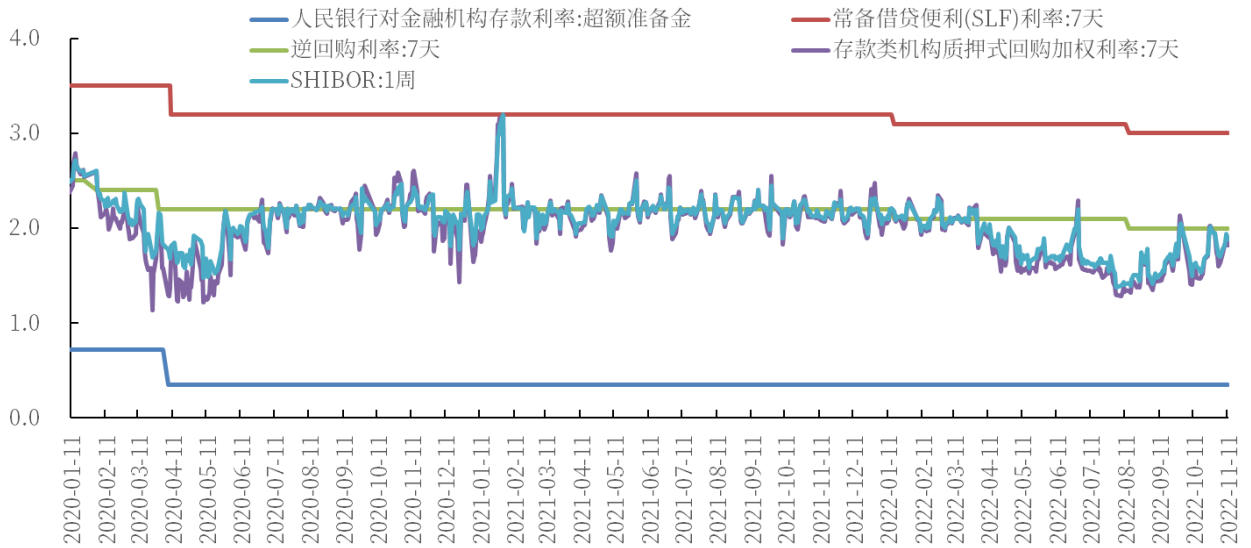
截至 11 月 11 日，我国 10 年期国债收益率为 2.74%，较上周五上行 4bp。11 月 11 日美国因节日休市，截止 11 月 10 日美国 10 年期国债收益率为 3.82%，较上周五大幅下行 35bp，中美利差缩窄。10 年期美债收益率主要受到美国通胀超预期下行的影响。

◆ 经济运行隐忧进一步暴露，关注降准降息预期和防疫政策调整成效

目前已公布的相对重要的 10 月经济数据均难言理想：10 月 PMI 数据显示制造业边际走弱，服务业仍然景气度较低；10 月通胀数据较弱，PPI 及 CPI 均不及市场预期，从价格角度反映出我国目前内需较弱；10 月金融数据大幅不及市场预期，9 月回暖后再次走弱，虽部分受到 9 月季末冲量的影响，但更进一步反映出实体经济内在融资需求仍然不强的现状。特别是 M2 增速继续高于社融存量增速 1.5 个百分点，一定程度反映出单纯总量层面宽松货币政策的乏力。

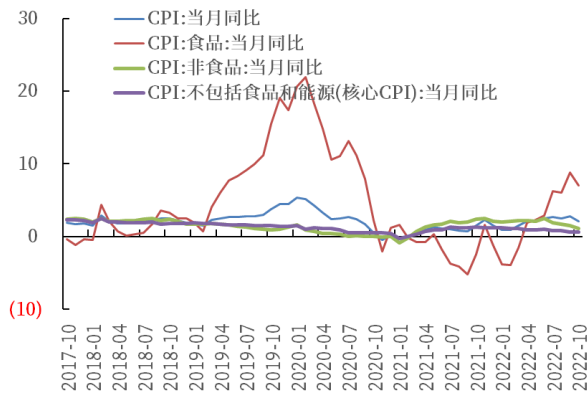
10 月不理想的各项经济数据下，经济运行的诸多隐忧进一步暴露：房地产迟迟未见明显企稳；居民端消费信贷（主要是房贷）持续走弱；出口下行压力持续加大（10 月以美元计我国出口增速已经为负）。考虑到经济下行压力仍然较大，预计货币政策上仍将维持稳健宽松局面，11 月降准降息可期，同时，国务院本周发布进一步优化新冠肺炎疫情防控工作的二十条措施，对疫情封管控措施有所优化，能否对居民消费有所提振，也值得关注。

图1 货币市场流动性保持充裕 (%)



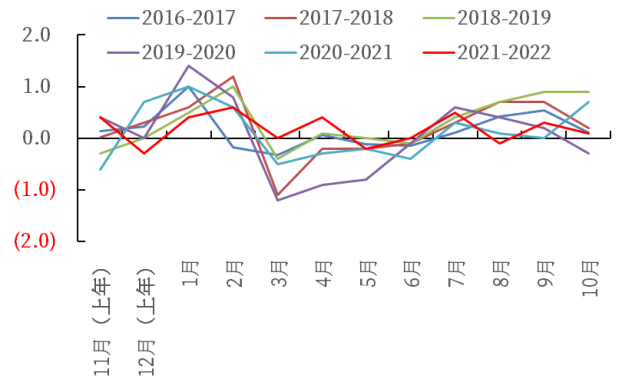
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 CPI 同比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 CPI 环比走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 CPI 分项目同比和环比情况 (%)

	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	2021-10
CPI:当月同比	2.10	2.80	2.50	2.70	2.50	2.10	2.10	1.50	0.90	0.90	1.50	2.30	1.50
CPI:食品烟酒:当月同比	5.20	6.30	4.50	4.70	2.50	2.10	1.90	-0.30	-1.80	-1.80	-0.10	1.70	-0.90
CPI:衣着:当月同比	0.50	0.50	0.60	0.70	0.60	0.50	0.50	0.60	0.60	0.40	0.60	0.50	0.50
CPI:居住:当月同比	-0.20	0.30	0.60	0.70	0.80	1.00	1.20	1.30	1.40	1.40	1.60	1.70	1.70
CPI:生活用品及服务:当月同比	1.40	1.40	1.30	1.40	1.50	1.40	1.20	0.90	0.60	0.40	0.80	0.50	0.90
CPI:交通和通信:当月同比	3.10	4.50	4.90	6.10	8.50	6.20	6.50	5.80	5.50	5.20	5.00	7.60	7.00
CPI:教育和娱乐:当月同比	1.20	1.20	1.60	1.50	2.10	1.80	2.00	2.60	2.50	2.90	3.10	3.00	2.90
CPI:医疗保健:当月同比	0.50	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.60	0.60	0.70	0.60	0.60
CPI:其他用品和服务:当月同比	1.90	1.60	2.20	0.90	1.70	1.80	1.70	2.10	0.30	-0.10	-0.50	-0.60	-0.50
CPI:环比	0.10	0.30	-0.10	0.50	0.00	-0.20	0.40	0.00	0.60	0.40	-0.30	0.40	0.70
CPI:食品烟酒:环比	0.20	1.30	0.40	1.90	-1.00	-0.90	0.70	-0.90	1.20	1.10	-0.30	1.60	1.20
CPI:衣着:环比	0.30	0.80	-0.20	-0.40	-0.10	0.40	-0.20	0.40	-0.30	-0.50	0.10	0.30	0.30
CPI:居住:环比	-0.10	-0.10	0.00	0.00	0.00	-0.10	-0.10	0.10	0.10	0.00	-0.10	0.00	0.40
CPI:生活用品及服务:环比	0.30	0.00	0.00	0.30	-0.20	0.20	0.60	0.20	0.20	-0.10	0.30	-1.40	0.30
CPI:交通和通信:环比	-0.40	-0.60	-1.70	-0.70	2.20	0.10	1.10	1.60	1.40	1.10	-1.30	0.30	1.00
CPI:教育和娱乐:环比	0.20	0.40	0.10	0.50	0.10	0.10	0.10	-0.30	0.40	0.20	0.00	-1.50	0.20
CPI:医疗保健:环比	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10	0.00	0.10	0.00	0.00	0.20
CPI:其他用品和服务:环比	0.40	-1.30	0.30	-0.70	0.10	0.60	0.00	1.00	0.10	0.90	-0.10	-1.50	0.10

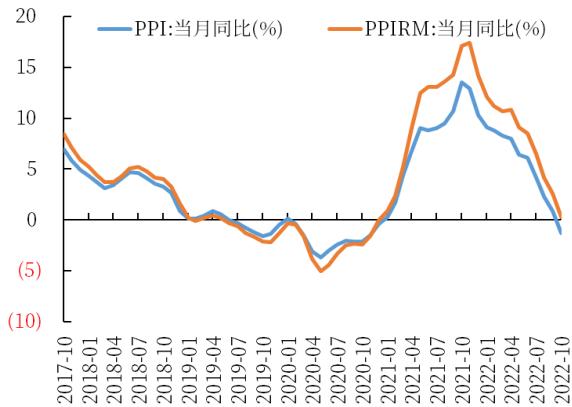
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 CPI分项目环比季节性情况(%)

	近五年均值	2022-10	2021-10	2020-10	2019-10	2018-10	2017-10
CPI:环比	0.32	0.10	0.70	-0.30	0.90	0.20	0.11
CPI:食品烟酒:环比	0.52	0.20	1.20	-1.20	2.70	-0.10	0.02
CPI:衣着:环比	0.47	0.30	0.30	0.40	0.30	0.80	0.54
CPI:居住:环比	0.19	-0.10	0.40	0.10	0.00	0.20	0.24
CPI:生活用品及服务:环比	0.16	0.30	0.30	0.10	0.10	0.10	0.18
CPI:交通和通信:环比	0.35	-0.40	1.00	-0.20	0.10	0.60	0.24
CPI:教育文化和娱乐:环比	0.11	0.20	0.20	0.60	0.10	0.00	-0.35
CPI:医疗保健:环比	0.17	0.00	0.20	0.10	0.10	0.20	0.24
CPI:其他用品和服务:环比	-0.29	0.40	0.10	-1.70	0.10	0.30	-0.23

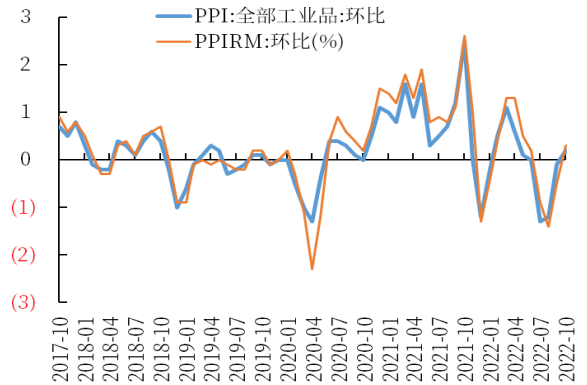
资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 PPI和PPIRM同比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 PPI和PPIRM环比走势



资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 2022年10月社融分项情况及季节性对比(亿元)

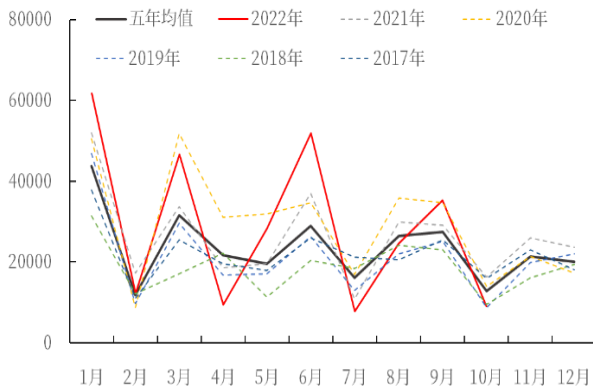
	项目	2022年10月同比	2022年10月环比	2021年10月环比	2020年10月环比	2019年10月环比	2022年10月	2021年10月	2020年10月	2019年10月
总	当月新增社会融资规模	-7,097.0	-26,192.0	-12,850.0	-20,764.0	-16,462.2	9,079.0	16,176.0	13,929.0	8,680.0
表内	新增人民币贷款	-3,321.0	-21,255.0	-10,008.0	-12,508.0	-12,142.8	4,431.0	7,752.0	6,663.0	5,469.6
	新增外币贷款	-691.0	-11.0	-14.0	127.0	430.8	-724.0	-33.0	-175.0	-9.6
表外	新增委托贷款	643.0	-1,038.0	-151.0	143.0	-645.3	470.0	-173.0	-174.0	-666.8
	新增信托贷款	1,000.0	130.0	1,037.0	284.0	48.4	-61.0	-1,061.0	-875.0	-623.7
	新增未贴现银行承兑汇票	-1,271.0	-2,289.0	-900.0	-2,592.0	-622.5	-2,157.0	-886.0	-1,089.0	-1,053.5
直接	企业债券融资	64.0	2,140.0	1,124.0	947.0	-398.8	2,325.0	2,261.0	2,263.0	2,031.7
	非金融企业境内股票融资	-58.0	-234.0	74.0	-214.0	-109.6	788.0	846.0	927.0	179.6
其他	政府债券	-3,376.0	-2,741.0	-1,891.0	-5,185.0	-1,906.1	2,791.0	6,167.0	4,931.0	1,870.9

资料来源: wind, 中航证券研究所

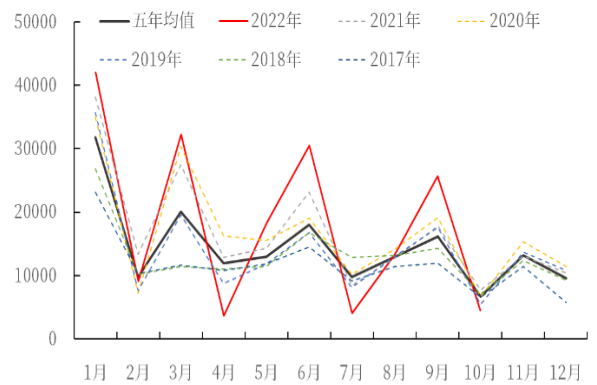
图9 2022年年初以来各月新增社融分项同比变化（亿元）

	项目	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02
总	当月新增社会融资规模	-7,097.00	6,245.00	-5,285.00	-3,030.00	14,785.00	8,841.00	-9,117.00	12,780.00	-4,969.00
表内	新增人民币贷款	-3,821.00	7,931.00	631.00	-4,803.00	7,358.00	3,936.00	-9,224.00	4,780.00	-4,329.00
	新增外币贷款	-691.00	-694.00	-1,173.00	-1,059.00	-92.00	-247.00	-488.00	-43.00	16.00
表外	新增委托贷款	643.00	1,530.00	1,578.00	240.00	94.00	276.00	211.00	149.00	26.00
	新增信托贷款	1,000.00	1,907.00	890.00	1,173.00	218.00	676.00	713.00	1,532.00	185.00
	新增未贴现银行承兑汇票	-1,271.00	118.00	3,359.00	-428.00	1,287.00	-142.00	-405.00	2,583.00	-4,867.00
直接	企业债券融资	64.00	-952.00	-3,242.00	-2,194.00	-1,705.00	1,391.00	154.00	-79.00	2,358.00
	非金融企业境内股票融资	-58.00	250.00	-227.00	499.00	-367.00	-425.00	352.00	175.00	-108.00
其他	政府债券	-3,376.00	-2,533.00	-6,693.00	2,178.00	8,708.00	3,881.00	173.00	3,943.00	1,705.00

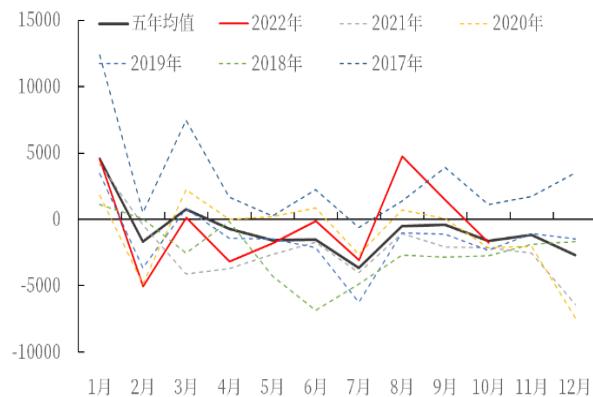
资料来源：wind，中航证券研究所

图10 新增社融历史比较（亿元）


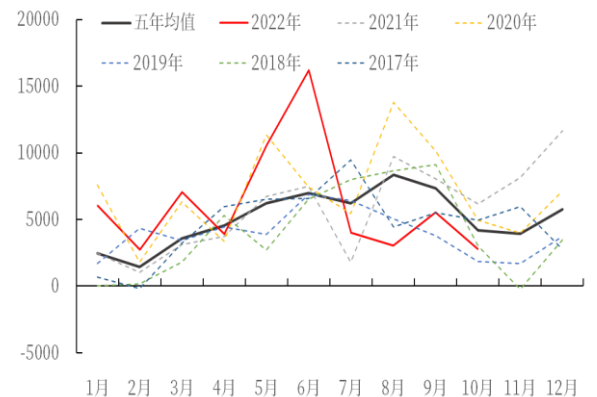
资料来源：wind，中航证券研究所

图11 新增社融口径人民币贷款历史比较（亿元）


资料来源：wind，中航证券研究所

图12 新增非标历史比较（亿元）


资料来源：wind，中航证券研究所

图13 新增政府债历史比较（亿元）


资料来源：wind，中航证券研究所

图14 2022年10月信贷分项情况及季节性对比（亿元）

	项目	2022年10月同比	2022年10月环比	2021年10月环比	2020年10月环比	2019年10月环比	2022年10月	2021年10月	2020年10月	2019年10月
总	新增人民币贷款	-2,110.0	-18,548.0	-8,388.0	-12,102.0	-10,287.0	6,152.0	8,262.0	6,898.0	6,613.0
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	-1,748.0	-9,228.0	-5,100.0	-3,725.0	-7,388.0	-450.0	1,298.0	-1,689.0	-341.0
	新增人民币贷款:中长期	-1,456.0	-11,989.0	-5,204.0	-8,870.0	-4,777.0	4,955.0	6,411.0	8,172.0	5,803.0
居民	新增人民币贷款:居民户	-4,827.0	-6,683.0	-3,239.0	-5,276.0	-3,340.0	-180.0	4,647.0	4,331.0	4,210.0
	新增人民币贷款:居民户:短期	-938.0	-3,550.0	-2,793.0	-3,122.0	-2,084.0	-512.0	426.0	272.0	623.0
	新增人民币贷款:居民户:中长期	-3,889.0	-3,124.0	-446.0	-2,303.0	-1,356.0	332.0	4,221.0	4,059.0	3,587.0
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	1,525.0	-14,547.0	-6,702.0	-7,123.0	-8,851.0	4,626.0	3,101.0	2,335.0	1,262.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	-1,555.0	-8,410.0	-2,114.0	-2,111.0	-3,728.0	-1,843.0	-288.0	-837.0	-1,178.0
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	2,433.0	-8,865.0	-4,758.0	-6,567.0	-3,421.0	4,623.0	2,190.0	4,113.0	2,216.0
	新增人民币贷款:票据融资	745.0	2,732.0	-193.0	1,508.0	-1,576.0	1,905.0	1,160.0	-1,124.0	214.0

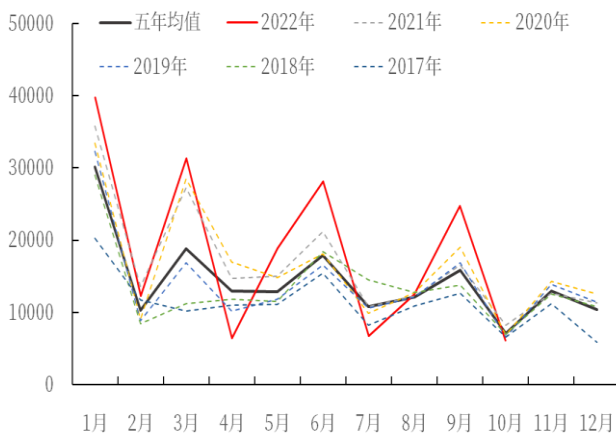
资料来源: wind, 中航证券研究所

图15 2022年年初以来各月新增信贷分项同比变化（亿元）

	项目	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02
总	新增人民币贷款	-2110	8100	300	-4010	6900	3900	-8246	4000	-1300
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	-1748	2380	232	42	2645.87	8911	4151.13	7659	6301
	新增人民币贷款:中长期	-1456	5329	537	-3956	5140.72	-4356	-9184.72	-2356	-10520
居民	新增人民币贷款:居民户	-4827	-1883	-1175	-2842	-203	-3344	-7453	3940	-4790
	新增人民币贷款:居民户:短期	-938	-181	426	-334	781.87	34	-2220.87	-1894	-220
	新增人民币贷款:居民户:中长期	-3889	-1711	-1601	-2488	-989.28	-3379	-5231.72	-2504	-4572
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	1525	9370	1787	-1457	7525	7243	-1768	8800	400
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	-1555	4741	1028	-939	3815	3286	199	4341	1614
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	2433	6540	2188	-1478	6180	-977	-3953	148	-5948
	新增人民币贷款:票据融资	745	-2180	-1222	1365	-1951	5591	2487	4712	4907

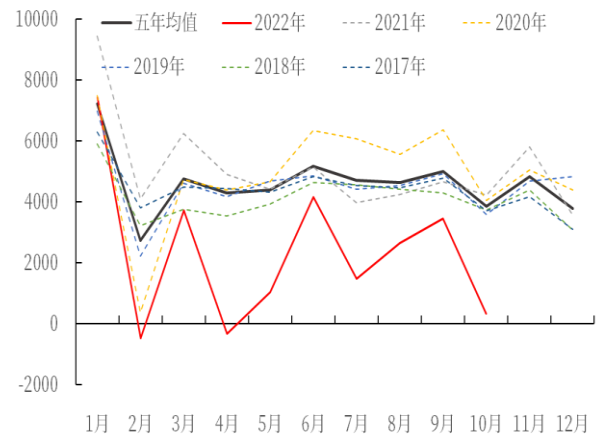
资料来源: wind, 中航证券研究所

图16 新增人民币贷款历史比较（亿元）

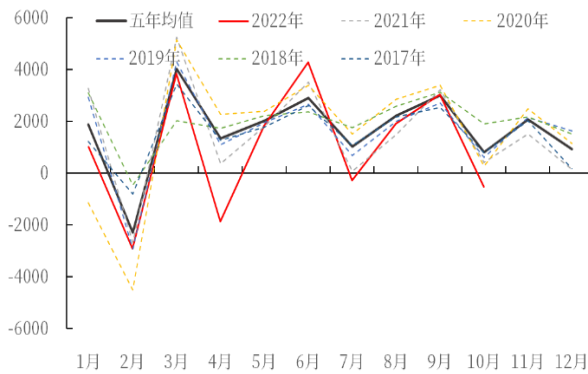


资料来源: wind, 中航证券研究所

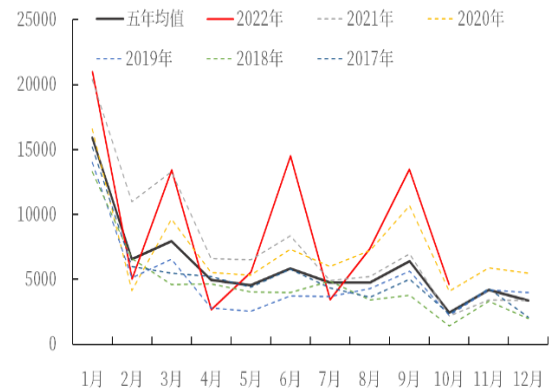
图17 新增居民中长期贷款历史比较（亿元）



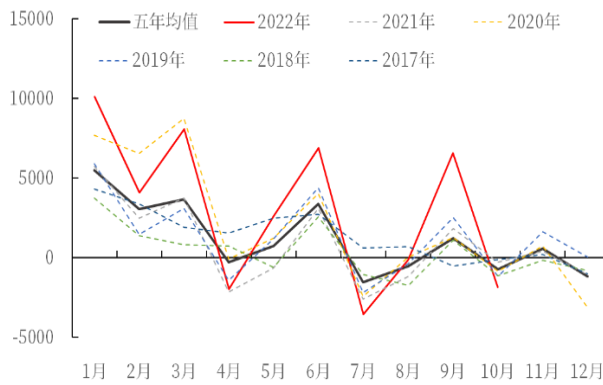
资料来源: wind, 中航证券研究所

图18 新增居民端、短期贷款历史比较 (亿元)


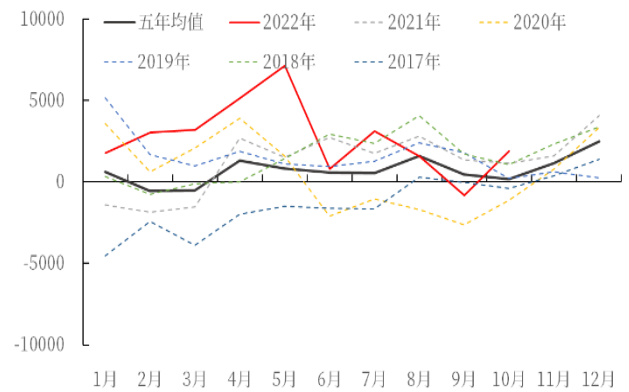
资料来源: wind, 中航证券研究所

图19 新增企业中长期贷款历史比较 (亿元)


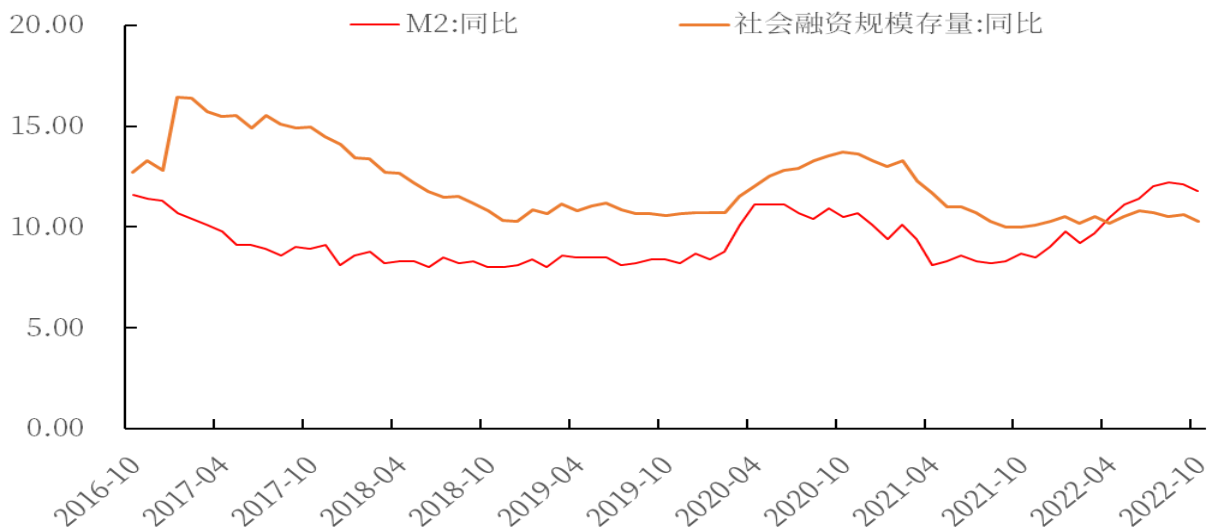
资料来源: wind, 中航证券研究所

图20 新增企业端短期贷款历史比较 (亿元)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图21 新增票据融资历史比较 (亿元)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图22 M2 与社融之间增速差仍然较大, 实体经济信用扩张落后货币增速 (%)


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