

## 需求不足仍是主要矛盾

2024年4月8日-4月14日周报

### ◆ 金融数据表现中性偏弱，后续社融和信贷增速有望上行

2024年3月社会融资规模增量为4.87万亿元（前值1.52万亿元），高于市场预期的4.11万亿元，同比少增5142亿元。2024年3月社融存量增速+8.7%，前值+9.0%，高于市场预期的+8.5%。结构上，实体信贷和新增政府债同比少增，是3月社融同比少增的主因，而直接融资和表外融资不同程度地同比多增。

2024年3月，金融机构各项贷款余额增速+9.6%（前值+10.1%），金融机构新增贷款3.09万亿元（前值1.45万亿元），基本符合市场预期。今年Q1，金融机构新增贷款累计9.46万亿元，低于去年Q1，但除去年外，今年Q1信贷投放明显超过近5年同期，显示今年信贷投放在较去年更加平滑的同时仍然保持了较强的力度。

今年3月居民端中长期信贷4516亿元，是2019年以来同期次低，仅高于2022年同期，加总前3个月数据看，今年Q1居民长贷新增9750亿元，较去年同期略增但明显低于除去年外的近5年同期值，反映出商品房销售仍然低迷，房屋销售仍待实质性好转。

今年3月企业端中长期信贷新增1.6万亿元，同比少增4700亿元。与近5年同期相比，今年3月企业中长期信贷为2019年以来次高，仅低于去年，显示企业中长期融资需求并不差，之所以同比少增可能是受到了化债之下今年部分地区基建产业链企业融资需求减弱影响。

今年3月政府债融资新增4642亿元，同比少增1373亿元。今年Q1政府债累计融资1.36万亿元，在近5年中仅高于2021年，主要系今年专项债节奏发行较慢影响。据wind统计，今年Q1全国范围内新增专项债发行6341亿元，仅完成全年目标的16%左右，发行进度明显偏慢。考虑到今年全年预计新发行专项债3.9万亿，略高于去年3.8万亿的目标，预计后续专项债发行节奏有望加快，届时政府债融资将持续为社融提供支撑。

2024年3月M2增速+8.3%，较上月-0.4PCTS，符合市场预期。2024年3月M1增速+1.1%，较上月-0.1PCTS。考虑到3月M0增速录得+11.0%，较上月下滑1.5PCTS，反映居民和企业取现需求降速，3月M1仍在磨底可能仍然与今年复工节奏偏慢有关。

今年一季度金融数据表现中性偏弱，社融和信贷虽然不及去年，但明显高于除去年外的近五年同期。后续随着政府债发行提速、化债影响进一步消退以及可能出现的居民购房意愿回升，社融和信贷增速有望上行。

### ◆ 3月CPI表现较弱，核心CPI环比弱于季节性

2024年3月CPI同比为+0.1%，较上月-0.6PCTS，低于市场预期的+0.3%。分食品

#### 主要数据

上证指数	3019.4735
沪深300	3475.8389
深证成指	9228.2347

#### 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: fuyys@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

金融市场分析周报 —2024-04-10  
美联储降息预期再受打压，国内经济复苏呈现结构性特点 —2024-04-07  
金融市场分析周报 —2024-04-02

和非食品看，2024年3月食品项和非食品项CPI同比分别-2.7%和+0.7%，分别较上月-1.8PCTS和-0.4PCTS。

今年3月，因节后消费需求回落叠加部分地区气温较高供应充足，食品价格总体上出现环比下行。鲜菜、猪肉、鲜果环比下行幅度分别达到11%、6.7%和4.2%。同时，3月因为是出行淡季，非食品中飞机票、交通工具租赁费和旅游价格分别环比下降27.4%、15.9%和14.2%。食品和非食品价格环比的下行，叠加去年同期价格的相对高基数，使得3月食品和非食品同比均较2月有所下滑。去除食品和能源后，2024年3月核心CPI同比为+0.6%，较2月-0.6PCTS，显示3月CPI同比的走弱很大程度上也受到春节假期过后的3月消费总体转淡的影响。2024年3月核心CPI环比录得-0.6%，剔除春节假期主要在1月的年份后，比近10年同月环比均值低0.5PCTS，显示扣除价格波动较大的食品项和能源项后，3月核心CPI环比弱于季节性。

总体来看，因春节错位因素，今年3月CPI同比回调属于正常现象。但另一方面，核心CPI环比与季节性对比显示，今年3月CPI同比回调幅度超过了季节性，反映出整体的消费需求仍有待进一步修复。考虑到去年上半年猪肉和原油价格基数走低，结合目前消费复苏的良好趋势，预计今年上半年CPI同比有望整体上行。

2024年3月，PPI同比-2.8%，较上月-0.1PCTS，环比为-0.1%，较上月+0.1PCTS。2024年3月PPIRM同比-3.5%，较上月-0.1PCTS，环比为-0.1%，较上月+0.1PCTS。从工业子行业角度，2024年3月，30个子行业中，有15个子行业PPI环比为正，较2月减少5个子行业，石油产业链、有色产业链和化工产业链价格上行，黑色产业链和非金属矿物产业链价格下行，一定程度上反映了工业修复向上、房地产业仍无太大起色的分化现状。去年上半年工业品价格基数下降，结合当前工业的整体的恢复趋势，预计今年上半年PPI同比降幅将逐渐走低。

#### ◆ 高基数下3月进出口同比增速双双回落至负区间

据海关统计，以美元计价，中国3月出口同比-7.5%，同比增速较上月下行13.1PCTS，不及市场预期的-2.12%；进口同比-1.9%，同比增速较上月上行6.3PCTS，不及市场预期的+0.63%。2024年3月贸易顺差录得585.5亿美元，较去年同期降低31.6%。3月进出口同比增速双双回落至负区间，尤其是出口同比增幅较1-2月大幅回落。3月出口增速大幅回落主要受到春节假期和去年同期复工复产带来的高基数影响。从环比来看，今年3月环比1-2月累计值为-47.0%，过去10年（2014-2023年）3月同期均值为-46.5%，表现较为平稳；从累计数据来看，1-3月中国美元计价的出口同比增长1.5%，仍保持回升势头。此外，1-2月出口数据的“开门红”或令市场抬高预期，使得本月出口与预期产生较大差距。

往后看，年内出口对经济增长的拖累作用有望减缓。3月全球制造业PMI升至50.6，为连续第三个月走高，主要国家与地区均有不同程度抬升，超过半数PMI处于扩张区间。其中，美国制造业PMI自2022年9月后首次回升至扩张区间，中国3月PMI在新出口订单的推动下也升至扩张区间。全球科技需求增长以及制造业景气复苏，或对我国出口形成支撑。另一方面，随着美国经济复苏的进一步确认，新一轮补库存或将带动全球大宗商品价格上行，二次通胀风险或支撑美国对我国产品需求。长期看我国经济回升向好趋势没有改变，随着政策效应逐步显现和高水平开放稳步推进，我国全产业链韧

性进一步显现，进出口稳增长、提质量、增效益的基础将进一步夯实，出口对经济增长拖累作用有望减缓。

#### ◆ 资金面平稳宽松，金融数据偏弱提升宽松预期

本周资金面仍处于平稳宽松状态，资金利率小幅高于政策利率。截止4月12日，DR007报收1.83%，较清明节前最后一个交易日4月3日上行2BP；SHIBOR1W报收1.82%，较节前最后一个交易日持平。同业存单到期收益率大幅下行，银行间系统流动性较为宽松。截止4月12日，AAA级一年期同业存单到期收益率报收2.08%，较4月3日下行11BP。基于较为宽裕的流动性，4月7日至4月12日央行逆回购操作规模维持低量，共投放7D逆回购120亿元，利率维持1.80%；逆回购到期4060亿元，周期内通过逆回购净回收流动性3940亿元。

4月12日央行公布一季度金融数据整体偏弱，相较于2023年一季度全面复工复产带来的开门红，今年一季度融资需求回落，一季度累计同比少增1.61万亿元，带动社融存量增速回落至8.7%。从结构上看，居民贷款连续两个月同比少增，同时由于去年底增发国债以及PSL资金在年初落地，政府债尤其是地方专项债融资偏弱。结合最新的通胀、进出口等经济数据来看，我国经济当前需求不足的矛盾依旧较为突出。往后看，稳增长、稳信心、稳物价政策发力的必要性增大。一方面政府债二季度发行或提速，通过财政发力促进经济恢复斜率上行。从货币端来看，央行有望通过降准和公开市场操作等多种工具提供流动性支持。另一方面，在美联储通胀顽固、降息受阻的背景下，美元指数或处于高位，人民币汇率短期内承压的态势难改，央行对政策利率调降的操作或更加谨慎。

#### ◆ 市场对美联储降息预期大幅回落，美元指数强势，人民币汇率承压

截至4月12日，美国10年期国债收益率录得4.50%，较上周五上行11BP。美元指数大幅走高，截止4月5日报收106.02；中美利差拉大，美元强势下人民币汇率压力边际走高，截止4月12日收盘美元兑人民币即期汇率报收7.2375，周内波动上行。

在通胀持续6个月的下降后，2024年以来连续三个月美国通胀回落速度不及预期，同时劳动力市场热度不减，就业率持续处于较低的水平，美联储预防式降息的必要性降低。最新数据显示，美国3月份CPI同比增速反弹至3.5%（前值3.2%），核心CPI同比增长持平3.8%（前值3.8%），市场对于美国二次通胀的讨论上升。根据CME FEDWatch的数据，市场预计美联储6月维持利率不变的概率已经上升至71.7%，同时今年年底利率将位于5%左右，这意味着今年只有一到两次降息，每次25BP。较今年1月市场对于美联储将年内降息六到七次的预期大幅降温。

美联储多次强调其政策路径取决于包括就业和通胀在内的整体经济数据。在今年3月议息会议发布的最新经济预测中，美联储预计今年6月开始降息，因此第二季度的通胀数据比以往更加重要。虽然鲍威尔在3月的会议上表明，在经济仍然稳健发展的情况下，美联储决策层希望尽早开启降息，以防经济活动和金融系统压力过大。但在2%的长期通胀目标不变的情况下，通胀顽固或使得美联储降息历程更加推后，且速度降低。在此情形下，全球偏高的名义利率对我国货币政策形成掣肘的时间预计进一步加长，美元指数强势之下人民币汇率承压的态势短期内难以改变。

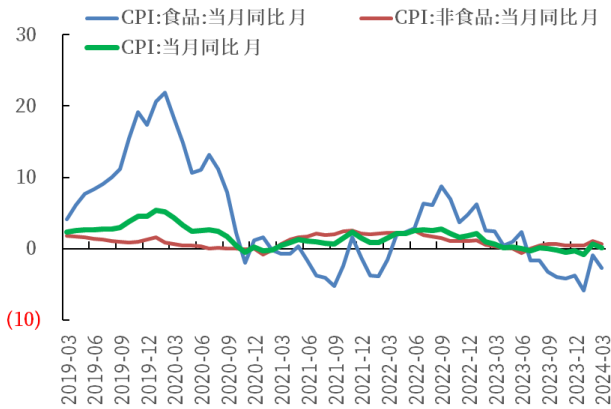
#### ◆ 经济修复斜率不及预期，债牛未息

截止 4 月 12 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.28%，较 4 月 3 日持平；1 年期国债收益率报收 1.70%，较 4 月 3 日下行 2BP；短端收益率下行带动期限利差小幅上升，截止 4 月 12 日期限利差录得 58.79BP，较 4 月 3 日上行 2.67BP。

经历前期债券收益率快速下行之后，近期债市进入盘整震荡阶段。最新公布的 CPI 数据、金融数据和进出口数据等多项经济数据显示我国经济“有效需求不足、社会预期偏弱”的局面仍在延续，基本面对债市压力趋缓。往后看，稳增长、稳信心、稳物价政策发力的必要性增大。一方面政府债二季度发行或提速，央行有望通过降准和公开市场操作等多种工具提供流动性支持，货币进一步宽松的必要性上升。另一方面，经济内生动能不足，加杠杆意愿难以提振使得金融机构“资产荒”持续，债券配置需求较强。后续央行货币宽松加速有望推动债市长端收益率进一步下行。

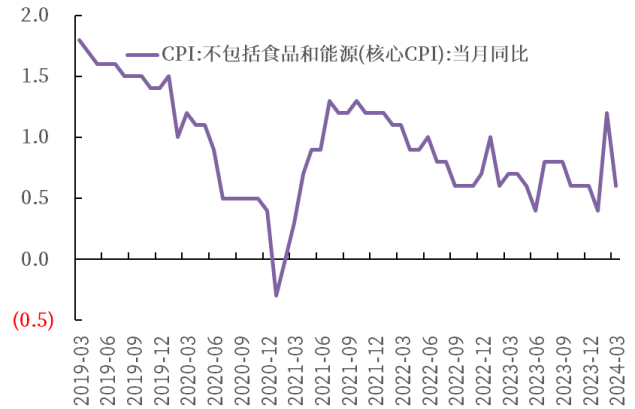
风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 CPI及主要分项同比 (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所

图2 核心CPI同比 (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所

图3 CPI同比及环比8大分项 (%)

	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03
CPI: 当月同比	0.10	0.70	-0.80	-0.30	-0.50	-0.20	0.00	0.10	-0.30	0.00	0.20	0.10	0.70
CPI: 食品烟酒: 当月同比	-1.40	-0.10	-3.60	-2.00	-2.20	-2.10	-1.50	-0.50	-0.50	2.00	1.20	0.80	2.10
CPI: 衣着: 当月同比	1.60	1.60	1.60	1.40	1.30	1.10	1.10	1.10	1.00	0.90	0.90	0.90	0.80
CPI: 居住: 当月同比	0.20	0.20	0.30	0.30	0.30	0.30	0.20	0.10	0.10	0.00	-0.20	-0.20	-0.30
CPI: 生活用品及服务: 当月同比	1.00	0.50	1.00	0.00	-0.50	-0.60	-0.40	-0.50	-0.20	-0.50	-0.10	0.10	0.70
CPI: 交通和通信: 当月同比	-1.40	-0.40	-2.40	-2.10	-2.40	-0.90	-1.30	-2.10	-4.70	-6.50	-3.90	-3.90	-1.90
CPI: 教育文化和娱乐: 当月同比	1.80	3.90	1.30	1.80	1.80	2.30	2.50	2.50	2.40	1.50	1.70	1.90	1.40
CPI: 医疗保健: 当月同比	1.50	1.50	1.30	1.40	1.30	1.30	1.30	1.20	1.20	1.10	1.10	1.00	1.00
CPI: 其他用品和服务: 当月同比	2.70	3.00	2.90	2.90	3.00	3.60	3.90	3.80	4.10	2.40	3.10	3.50	2.50
CPI: 环比	-1.00	1.00	0.30	0.10	-0.50	-0.10	0.20	0.30	0.20	-0.20	-0.20	-0.10	-0.30
CPI: 食品烟酒: 环比	-0.60	0.50	0.30	0.10	-0.30	0.00	0.10	0.00	0.50	-0.10	0.00	0.10	0.00
CPI: 衣着: 环比	0.50	-0.20	-0.30	0.10	0.60	0.20	0.80	-0.10	-0.30	-0.20	0.40	-0.10	0.50
CPI: 居住: 环比	0.10	0.00	-0.10	0.00	-0.10	-0.10	-0.10	0.10	0.00	0.10	-0.10	0.00	0.00
CPI: 生活用品及服务: 环比	-0.30	0.00	0.60	0.60	-1.10	1.10	0.00	-0.60	0.90	-0.90	-0.60	-0.60	0.40
CPI: 交通和通信: 环比	-0.70	0.10	-0.10	-0.70	-0.30	-0.20	-0.30	-0.30	-0.40	-0.40	-0.40	-0.90	-1.60
CPI: 教育文化和娱乐: 环比	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.40	0.10	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
CPI: 医疗保健: 环比	0.10	0.10	0.10	0.00	0.30	0.20	1.00	0.80	1.10	0.80	0.60	0.40	0.50
CPI: 其他用品和服务: 环比	1.10	0.30	-0.60	0.10	-0.10	0.00	0.90	-0.60	0.20	1.00	0.80	-0.30	1.10

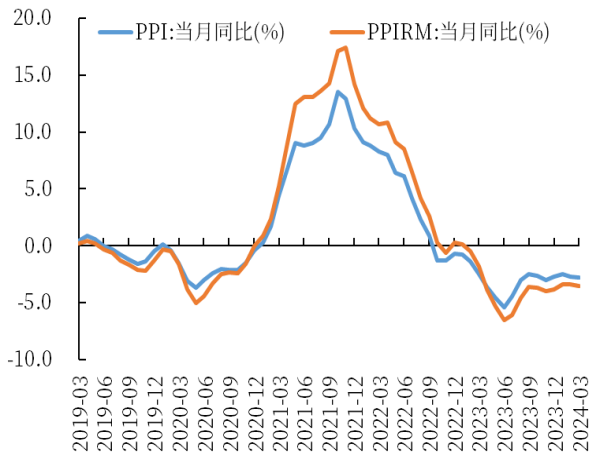
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 春节假期主要在2月的年份CPI环比季节性对比 (%)

	除今年外的均值	2024-03	2022-03	2021-03	2019-03	2018-03	2016-03	2015-03	2014-03
中国: CPI: 环比	-0.56	-1.00	0.00	-0.50	-1.20	-0.40	-1.80	-0.32	-0.43
中国: CPI: 不包括食品和能源(核心CPI): 环比	-0.11	-0.60	-0.10	0.00	-0.20	-0.50	-0.30	0.10	0.00
中国: CPI: 食品烟酒: 环比	-1.71	-2.20	-0.90	-2.40	-2.70	-0.60	-2.80	-1.31	-1.27
中国: CPI: 衣着: 环比	0.43	0.60	0.40	0.40	-0.10	0.60	0.60	0.59	0.49
中国: CPI: 居住: 环比	0.13	0.10	0.10	0.20	-0.50	0.10	0.20	0.24	0.34
中国: CPI: 生活用品及服务: 环比	-0.09	0.00	0.20	-0.10	-0.10	-0.30	-0.20	0.02	-0.17
中国: CPI: 交通和通信: 环比	-0.35	-1.40	1.60	1.30	-2.50	-0.50	-1.50	-0.56	-0.69
中国: CPI: 教育文化和娱乐: 环比	-0.70	-2.10	-0.80	-0.40	-0.10	-1.60	-1.60	-0.16	-0.72
中国: CPI: 医疗保健: 环比	0.19	0.10	0.10	0.00	0.20	0.10	0.20	0.48	0.28
中国: CPI: 其他用品和服务: 环比	-0.02	0.60	1.00	-0.80	0.40	-0.50	-0.50	0.01	0.25

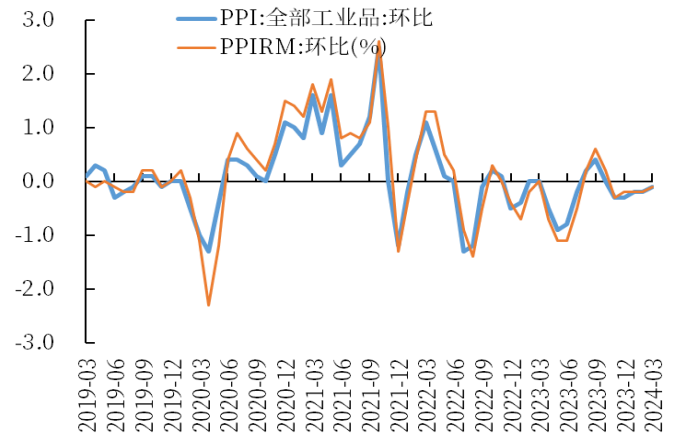
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 PPI及PPIRM同比 (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所

图6 PPI及PPIRM环比 (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所

图7 社融及分项同比 (亿元)

项目	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	
总	当月新增社会融资规模	-5,142.00	-16,399.00	5,408.00	6,263.00	4,717.00	9,307.00	5,915.00	6,567.00	-2,419.00	-9,661.00	-12,856.00	2,922.00
表内	新增人民币贷款	-6,561.00	-8,411.00	-913.00	-3,309.00	-328.00	406.00	-317.00	68.00	-3,724.00	1,873.00	-6,011.00	815.00
	新增外币贷款	116.00	-319.00	1,120.00	1,030.00	291.00	876.00	130.00	625.00	798.00	100.00	-98.00	441.00
表外	新增委托贷款	-639.00	-95.00	-943.00	58.00	-298.00	-899.00	-1,309.00	-1,658.00	-81.00	324.00	167.00	85.00
	新增信托贷款	725.00	505.00	794.00	1,111.00	562.00	454.00	593.00	251.00	628.00	674.00	922.00	734.00
	新增未贴现银行承兑汇票	1,760.00	-3,619.00	2,673.00	-1,311.00	11.00	-380.00	2,265.00	-2,357.00	781.00	-1,757.00	-727.00	1,212.00
直接	企业债券融资	1,251.00	-2,029.00	3,312.00	2,146.00	784.00	-1,235.00	305.00	1,276.00	330.00	-97.00	-2,510.00	-712.00
	非金融企业境内股票融资	-387.00	-457.00	-542.00	-935.00	-429.00	-467.00	-696.00	-215.00	-651.00	111.00	461.00	-173.00
其他	政府债券	-1,378.00	-2,127.00	-1,198.00	6,515.00	4,992.00	12,847.00	4,387.00	8,714.00	111.00	-10,845.00	-5,011.00	636.00

资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 历年一季度社融及分项比较 (亿元)

项目	2024年一季度	2023年一季度	2022年一季度	2021年一季度	2020年一季度	2019年一季度	
总	新增社会融资规模	129,300.00	145,433.00	120,494.00	102,889.00	111,110.00	86,059.00
表内	新增人民币贷款	91,100.00	106,985.00	83,363.00	79,106.00	72,516.00	62,893.00
	新增外币贷款	1,523.00	606.00	1,750.00	1,844.00	1,910.00	241.00
表外	新增委托贷款	-995.00	682.00	461.00	-51.00	-970.00	-2,278.00
	新增信托贷款	1,983.00	-41.00	-1,690.00	-3,569.00	-129.00	836.00
	新增未贴现银行承兑汇票	5,500.00	4,686.00	792.00	3,245.00	260.00	2,049.00
直接	企业债券融资	11,200.00	8,657.00	13,198.00	9,080.00	17,792.00	9,250.00
	非金融企业境内股票融资	763.00	2,149.00	2,982.00	2,467.00	1,256.00	531.00
其他	政府债券	13,600.00	18,293.00	15,822.00	6,585.00	15,781.00	9,459.00

资料来源: wind, 中航证券研究所

**图9 信贷及分项同比 (亿元)**

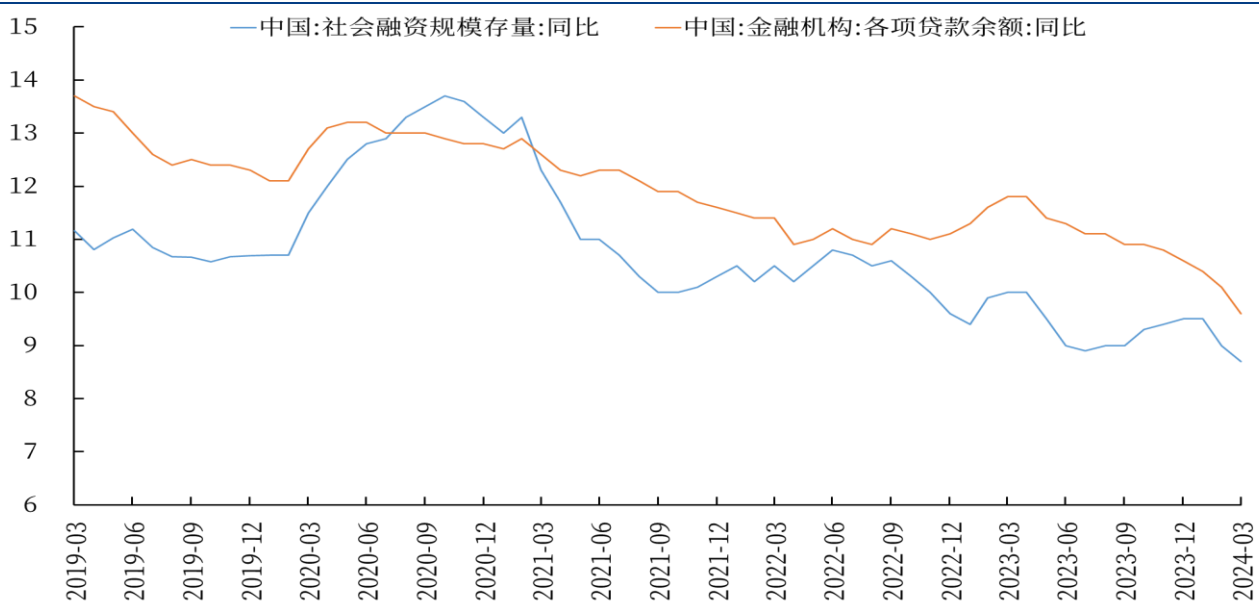
项目	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04
总	新增人民币贷款	-8,900.00	3600	200	2300	2200	2232	1600	1100	3331	2400	734
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	14	3349	2919	1004	2558	303	1377	1999	844	-441.87	-2418.13
	新增人民币贷款:中长期	-532	101	2141	3901	2679	420	1070	1965	2905	1899.28	3174.72
居民	新增人民币贷款:居民户	-3,941.00	-7,988.00	7229	468	298	-166	2082	658	3224	1157	241
	新增人民币贷款:居民户:短期	186	6086	3187	872	69	-541	177	398	1066	632.13	600.87
	新增人民币贷款:居民户:中长期	-1,332.00	-1,901.00	4041	403	228	375	2014	-1056	2158	463.28	-842.28
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	-3,600.00	400	-3200	3721	616	537	2339	738	499	687	1055
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	1015	485	500	219	1946	73	881	280	239	543	349
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	-4700	1800	-1900	3498	2907	795	944	909	747	1436	4017
	新增人民币贷款:票据融资	2,187.00	1778	-5606	351	543	1271	673	1881	461	-1617	-3868

资料来源: wind, 中航证券研究所

**图10 历年一季度信贷及分项比较 (亿元)**

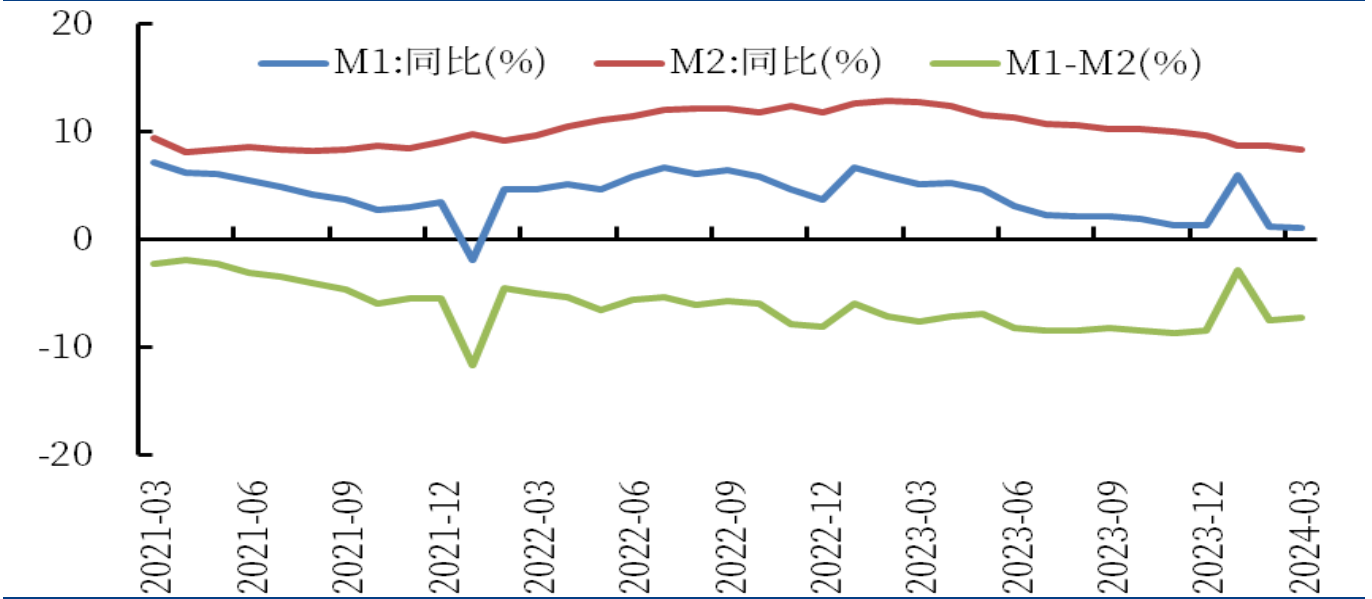
项目	2024年一季度	2023年一季度	2022年一季度	2021年一季度	2020年一季度	2019年一季度	
总	新增人民币贷款	94,600.00	106,000.00	83,400.00	76700	70957	58058
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	18,268.00	29,550.00	32,270.00	13044	28796	22625
	新增人民币贷款:中长期	71,750.00	76,242.00	50,200.00	64500	43000	39500
居民	新增人民币贷款:居民户	13,300.00	17,100.00	12,600.00	25600	12073	18100
	新增人民币贷款:居民户:短期	3,568.00	7,653.00	1,943.00	5829	-509	4292
	新增人民币贷款:居民户:中长期	9,750.00	9,442.00	10,700.00	19800	12600	13800
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	77,700.00	89,900.00	70,800.00	53500	60400	44800
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	29,700.00	31,700.00	22,300.00	12000	23000	10500
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	62,000.00	66,800.00	39,500.00	44700	30400	25700
	新增人民币贷款:票据融资	-15,000.00	-9,803.00	8,027.00	-4785	6305	7833

资料来源: wind, 中航证券研究所

**图11 社融及信贷余额存量增速 (%)**


资料来源: wind, 中航证券研究所

图12 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:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。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