

4月通胀温和修复，社融受多因素影响不及预期

2024年5月6日-5月12日周报

◆ 多因素致4月社融不及预期

2024年4月社会融资规模总量减少1987亿元，不及市场预期的新增1.01万亿元，是继2005年10月之后，社融第二次出现负增长现象。2024年4月社融存量增速+8.3%，前值+8.7%，低于市场预期的+8.7%。

我们认为，4月社融数据出现罕见的单月总量规模缩减，是多种因素共同作用的结果：

其一，年初以来政府财政扩张速度偏慢和化债影响下，城投债融资和政府债融资较弱，带动4月企业债券和政府债融资分别同比下滑2447亿元和5532亿元，对新增社融形成较大的拖累。城投债方面，今年4月城投债发行3628亿元，去年4月为5068亿元，今年前4月城投债发行1.55万亿元，去年前4月为1.82万亿元。地方政府专项债方面，今年4月地方政府新增专项债仅发行883亿元，去年4月发行2648亿元，今年前4月地方政府新增专项债仅发行7224亿元，去年前4月为1.62万亿元。今年在全年计划新发行专项债3.9万亿元，高于去年的3.8万亿元的情况下，截止4月的发行进度明显低于去年。

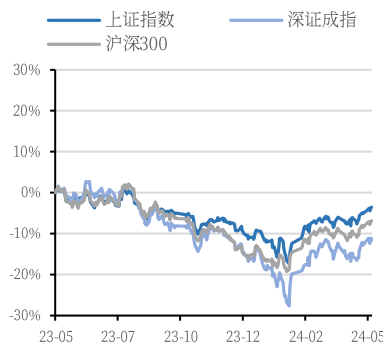
其二，4月居民端和企业端贷款需求相对弱带动信贷数据较弱。4月社融口径新增人民币贷款3306亿元，为近10年（2005年4月以来）同月最低值，金融机构口径新增人民币贷款7300亿元，排在近10年同月第6位，去掉短贷和票据融资后为3019亿元，为近10年最低值。居民端方面，4月居民端中长期贷款和短期贷款分别减少1666亿元和3518亿元，均为近10年最低值，长贷数据的弱势显示居民加杠杆购房意愿仍然在筑底，而短贷数据的弱势除显示居民贷款消费意愿较低外，可能还体现出了存款利率持续下调之下居民提前还贷意愿较强，这一点从4月居民存款减少1.85万亿元，录得近10年最低值可以佐证。企业端方面，4月企业端新增中长期贷款4100亿元，排在近10年同月第6位但仅排在近5年倒数2位，同时同比少增2569亿元，显示年初以来财政扩张和开工偏慢对企业中长期信贷需求产生了阶段性压制。

其三，今年监管方的政策调整使得银行主动做高贷款的行为明显减少。首先，2024年一季度，国家统计局、中国人民银行总行调整优化金融业核算方法，对金融业增加值的季度核算方式进行了优化调整，由2023年及以前的主要参考存贷款余额的同比增速改为主要参考利息净收入增速、手续费及佣金净收入增速等利润指标。这一核算方式的转变使得银行简单增加贷款投放“做高”GDP的方法一定程度上“失效”，银行在减少了扩大贷款规模投放压力的同时，更加注重利润，体现在信贷上就是贷款投放量增速的放缓。其次，市场利率定价自律机制于4月8日下发了《关于禁止通过手工补息高息揽

主要数据

上证指数	3154.5472
沪深300	3666.2771
深证成指	9731.2375

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

- 国内如何应对低通胀 —2024-05-10
- 4月进出口同比增速超预期，外需对我国出口支撑力增强 —2024-05-10
- 美联储会议表态偏鸽，我国制造业景气度继续修复 —2024-05-06

储 维护存款市场竞争秩序的倡议》，要求银行在 4 月底前完成手工补息操作的整改，压缩了部分企业和银行合作，在低利率环境下一面贷款，一面将所贷款项存回银行，通过手工补息形成利息价差的资金空转的行为空间，体现在信贷总量上也是总量增速下滑。

2024 年 4 月 M2 增速+7.2%，较上月-1.1PCTS，4 月 M1 增速-1.1%，较上月-2.5PCTS，2022 年 1 月之后首次负增长。M2 增速下滑主要是政府财政扩张速度偏慢和居民、企业贷款需求较弱影响，M1 增速的负增长除上述因素外，还受到前述优化金融企业 GDP 核算和手工补息操作整改下，企业用活期存款归还此前空转的贷款的影响。

总体来看，4 月社融的爆冷，是居民和企业贷款需求弱、政府财政扩张进度偏慢等基本因素和优化金融企业 GDP 核算方法、手工补息操作整改这两个政策因素共同叠加作用的结果，造成了市场预期和实际社融的偏差。客观地看，短期内市场广义流动性预期确实会受到一定程度的打压。对于权益市场的影响，我们认为应从三个角度理解：其一，央行在一季度货币执行报告中表示要“正确认识信贷与经济增长关系的变化”，实际上已对淡化总量、重视结构的政策思路有所传递，后续市场预期将基于央行新的政策思路实现再平衡；其二，广义流动性与权益市场流动性并非完全对应；其三，从 4 月 PMI 数据、进出口数据、通胀数据角度，4 月经济基本面并未出现显著走弱，后续经济持续复苏仍是大概率情况，同时，5 月之后政府扩杠杆有望加速，叠加今年降低融资成本和推动通胀温和回升的货币政策总目标并未改变，后续社融向上的概率较大。

◆ 4 月 CPI 上行

2024 年 4 月 CPI 同比为+0.3%，较上月+0.2PCTS，超过市场预期的+0.2%。分食品和非食品看，2024 年 4 月食品项和非食品项 CPI 同比分别-2.7%和+0.9%，分别与上月持平 and 较上月+0.2PCTS。

今年 4 月，食品中，鸡蛋、鲜果、和禽肉类价格同比分别录得-12.4%、-9.7%和-2.6%，降幅均扩大，另一方面，猪肉和鲜菜价格同比分别由上月的-2.4%和-1.3%转为+1.4%和+1.3%。诸多食品价格同比走势共同作用下，4 月食品价格同比与 3 月相同。

非食品方面，CPI 衣着和 CPI 居住项同比与上月相同，但 CPI 生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健以及其他用品和服务项同比均较上月上行，最终使得 4 月 CPI 非食品项录得+0.9%，涨幅较上月+0.2PCTS。更加值得注意的是，4 月 4 月核心 CPI 同比+0.7%，较上月+0.1PCTS，核心 CPI 环比录得+0.2%，较上月的-0.6%明显改善。

总体来看，4 月 CPI 数据显示前期制约 CPI 回升的消费不足因素有所削弱，CPI 呈现温和回升态势，后续随着消费的继续修复，以及猪肉等关键商品价格基数的走低，叠加央行关于推动物价温和回升的政策方向，CPI 预计将继续上行。

2024 年 4 月，PPI 同比-2.5%，较上月+0.3PCTS，环比为-0.2%，较上月-0.1PCTS。2024 年 4 月 PPIRM 同比-3.0%，较上月-0.5PCTS，环比为-0.3%，较上月-0.2PCTS。从工业子行业角度，2024 年 4 月，30 个子行业中，有 21 个子行业 PPI 环比为负，较 3 月增加 6 个子行业，与工业相关性较高的石油产业链、有色产业链和化工产业链价格环比上行，而黑色产业链和非金属矿物产业链价格下行，继续反映出工业修复向上、房地产业仍无太大起色的分化现状。往后看，去年上半年工业品价格基数下降、工业的整体恢复趋势持续以及政府加杠杆速度加快下建筑产业链的修复共同作用下，预计今年上半年 PPI 同比降幅将逐渐走低。

◆ 资金面稳中偏松，央行货币政策报告关注物价目标

截止5月11日，DR007报收1.85%，较5月6日下行3BP；SHIBOR1W报收1.85%，较5月6日下行2BP，资金面稳中偏松。同业存单到期收益率在当前水平小幅波动，银行间系统流动性整体仍较为宽松，截止5月11日，AAA级一年期同业存单到期收益率报收2.11%，较5月6日持平。

今年以来以DR007为代表的资金利率月度均值持续处于1.85%-1.90%区间内，基本处于央行合意水平。4月以来公开市场操作基本上维持低量，5月6日至5月11日央行共投放7D逆回购120亿元，利率维持1.80%；本周内逆回购到期4500亿元，本周央行通过公开市场操作回收流动性4380亿元。

2024年5月10日，中国人民银行发布《2024年第一季度中国货币政策执行报告》。本次报告在货币政策目标方面提出，“把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量”。虽然目前我国名义利率都处于历史低位，但由于CPI和PPI同比水平较低，使得无论是消费者还是生产者，目前面临的实际利率水平都处于历史高位，不利于消费和投资的扩张。因此通过货币政策调整压低实际利率，对于重建储蓄和投资平衡，克服需求不足有重要作用。从这个角度来讲，央行有望通过调降LPR利率以实现“推动企业融资和居民信贷成本稳中有降”。

另一方面，央行在专栏《如何看待当前长期国债收益率》中再次提示了长端收益率下行过度的风险，并且在本次报告中提出“保持货币信贷供给与实体经济高质量发展的有效融资需求相适应”，对信贷增长数量的诉求让位于质量均衡的诉求，因此短期内总量层面的宽松落地或涉及到多方面的均衡和观察，央行态度或偏谨慎。

◆ 美元指数仍较为强势，人民币汇率波动性增加

5月初鲍威尔议息会议上作出超预期鸽派的表态，叠加弱于预期的经济和就业报告令市场美联储降息的预期有所升温。美债收益率由4月底接近4.7%的高位回落，截止5月10日十年期美债收益率报收4.50%。美元指数周内波动上行，截止5月10日报收105.33，仍处于较高位置。受到强势美元的主导，非美货币波动性增加，截止5月10日美元兑人民币即期汇率报收7.2246。

在最新发布的货币政策报告中，央行指出通胀回落速度可能不及预期。由于今年以来地缘政治形势高度敏感，供应链阻滞、海运成本增加等问题，此前驱动通胀下行的商品价格下降因素趋缓。同时美欧工资增速仍然较快，服务业通胀或较为顽固。此外，美国5月密歇根大学消费者信心指数初值67.4，创六个月新低，大幅不及预期的76.2，也远低于4月前值的77.2。因为通胀预期上升，高利率或维持更长时间，不同年龄、收入和教育群体的消费者的情绪普遍下降。当前美国通胀回落趋势和利率路径不确定性上升，人民币汇率在外部压力下波动性或增大。

◆ 十年期国债收益率边际上行，短期内小幅盘整或延续

截止5月11日，我国10年期国债收益率报收2.34%，较5月6日上行3BP；1年期国债收益率报收1.71%，较5月6日上行1BP；长端收益率调整带动期限利差边际走高，截止5月11日期限利差录得62.69BP，较5月6日上行2.10BP。

继4月下旬央行对长端利率快速下降发出“风险提示”，表示随着未来超长期特别国债的发行，“资产荒”的情况会有缓解，长期国债收益率也将出现回升之后，债市10年期国债收益率开启上行，出现一轮快速调整。5月10日发布的2024年一季度货币政

策执行报告中，央行再次在专栏《如何看待当前长期国债收益率》中表示，长期国债收益率主要反映长期经济增长和通胀的预期，同时也受到安全资产缺乏等因素的扰动。随着基本面企稳向好，长期国债收益率总体运行将长期经济增长预期相匹配。同时央行指出，供应端方面，今年积极财政政策的力度比较大，计划发行的政府债券规模也不小，发行节奏还会加快。央行再次“风险警示”和提振长期收益率的倾向在短期内或对债市交易情绪产生直接影响，长端收益率振幅或加大。

基本上，央行在一季度货币政策报告中对国内形势的判断由去年四季度“社会预期依然偏弱”变更为“社会预期改善”，最新发布的4月进出口数据显示二季度外贸开局良好，超出市场预期；通胀方面也出现改善迹象，CPI 同比涨幅扩大，环比由负转正，边际改善力度较强，PPI 同比降幅收窄。虽然金融数据整体上不及预期，4月M2同比增长7.2%，较3月有所回落，但这一点或体现了央行在一季度货币政策报告中指出的“保持货币信贷供给与实体经济高质量发展的有效融资需求相适应”。截止目前基本面有改善趋势，但短期内主导债市利率走势的关键仍在于流动性和央行指导取向。

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 社融及分项同比 (亿元)

	项目	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05
总	当月新增社会融资规模	-14,236.00	-5,192.00	-16,362.00	5,408.00	6,263.00	4,717.00	9,307.00	5,915.00	6,567.00	-2,419.00	-9,661.00	-12,855.00
表内	新增人民币贷款	-1,125.00	-6,567.00	-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
	新增外币贷款	9.00	116.00	-319.00	1,120.00	1,030.00	291.00	876.00	130.00	625.00	798.00	100.00	-98.00
表外	新增委托贷款	7.00	-640.00	-95.00	-943.00	58.00	-298.00	-899.00	-1,309.00	-1,658.00	-81.00	324.00	167.00
	新增信托贷款	23.00	726.00	505.00	794.00	1,111.00	562.00	454.00	593.00	251.00	628.00	674.00	922.00
	新增未贴现银行承兑汇票	-3,141.00	1,758.00	-3,617.00	2,673.00	-1,311.00	11.00	-380.00	2,265.00	-2,357.00	781.00	-1,757.00	-727.00
直接	企业债券融资	-2,447.00	1,188.00	-1,959.00	3,312.00	2,146.00	784.00	-1,235.00	305.00	1,276.00	330.00	-97.00	-2,519.00
	非金融企业境内股票融资	-807.00	-387.00	-457.00	-542.00	-935.00	-429.00	-467.00	-696.00	-215.00	-651.00	111.00	461.00
其他	政府债券	-5,532.00	-1,389.00	-2,127.00	-1,191.00	6,515.00	4,992.00	12,847.00	4,387.00	8,714.00	111.00	-10,845.00	-5,011.00

资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 历年4月社融及分项比较 (亿元)

	项目	2024年4月	2023年4月	2022年4月	2021年4月	2020年4月	2019年4月	2018年4月	2017年4月	2016年4月	2015年4月
总	当月新增社会融资规模	-1,987.0	12,249.0	9,327.0	18,570.0	31,027.0	16,709.5	22,242.9	19,558.9	7,809.0	10,582.0
表内	新增人民币贷款	3,306.0	4,431.0	3,616.0	12,840.0	16,239.0	8,732.8	10,987.4	10,805.7	5,642.0	8,045.0
	新增外币贷款	-310.0	-319.0	-760.0	-272.0	910.0	-330.5	-25.6	-282.7	-706.0	-265.0
表外	新增委托贷款	90.0	83.0	-2.0	-213.0	-579.0	-1,196.8	-1,481.3	-48.4	1,694.0	344.0
	新增信托贷款	142.0	119.0	-615.0	-1,328.0	23.0	128.9	-101.5	1,381.1	269.0	-46.0
	新增未贴现银行承兑汇票	-4,486.0	-1,345.0	-2,557.0	-2,152.0	577.0	-357.0	1,453.6	344.5	-2,776.0	-74.0
直接	企业债券融资	493.0	2,940.0	3,652.0	3,624.0	9,237.0	3,948.9	4,041.7	627.8	2,366.0	1,616.0
	非金融企业境内股票融资	186.0	993.0	1,166.0	814.0	315.0	261.7	532.9	769.1	951.0	597.0
其他	政府债券	-984.0	4,548.0	3,912.0	3,739.0	3,357.0	4,432.7	5,302.8	5,938.9	-	-

资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 信贷及分项同比 (亿元)

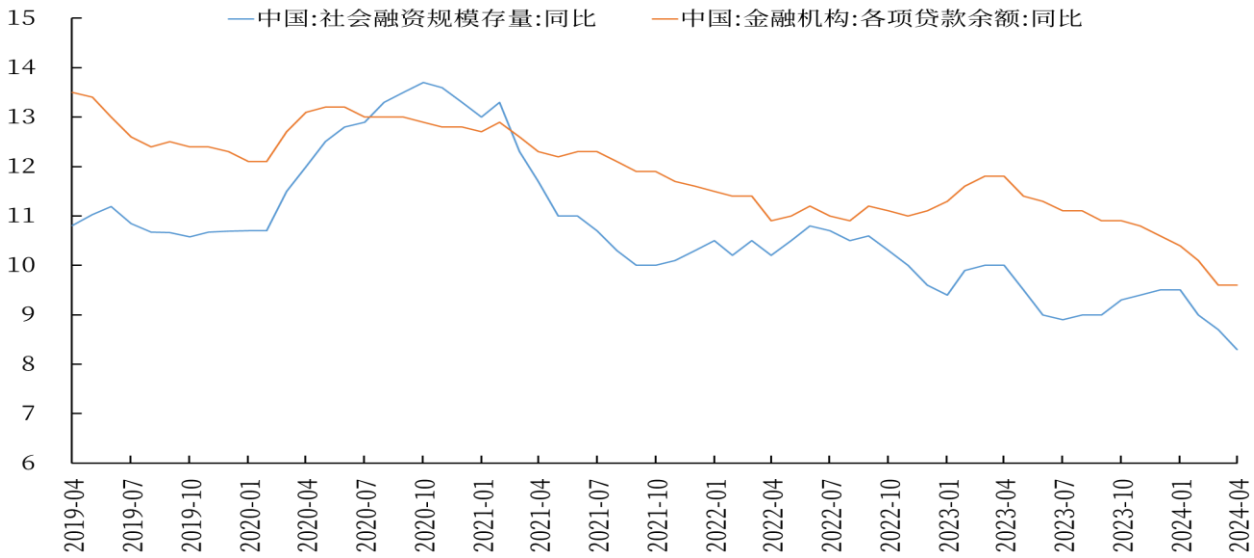
	项目	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05
总	新增人民币贷款	112.00	-8000	8600	200	2300	1200	1232	1600	1100	3331	2400	5300
长短期	新增人民币贷款:短期贷款及票据融资	1837	-14	8349	2919	1004	2558	803	1377	1999	844	-441.87	8853
	新增人民币贷款:中长期	3079	6532	101	2141	3901	2679	420	1070	965	2905	1899.28	2784
居民	新增人民币贷款:居民户	-2755.00	-3041.00	7988	7229	468	298	-166	2082	658	3224	1157	784
	新增人民币贷款:居民户:短期	2263	1186	6086	3187	372	69	541	177	398	1066	632.13	148
	新增人民币贷款:居民户:中长期	-510.00	-1832.00	1901	4041	403	228	375	2014	-1056	2158	463.28	637
企业	新增人民币贷款:企(事)业单位	1761.00	3600	400	3200	3721	616	537	2339	738	499	587	6742
	新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	3001	1015	485	500	219	1946	73	881	280	239	543	2292
	新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	2569	4700	1800	1900	3498	2907	795	944	909	747	1436	2147
	新增人民币贷款:票据融资	7,101.00	2187	1778	5606	351	543	1271	673	1881	461	1617	6709

资料来源: wind, 中航证券研究所

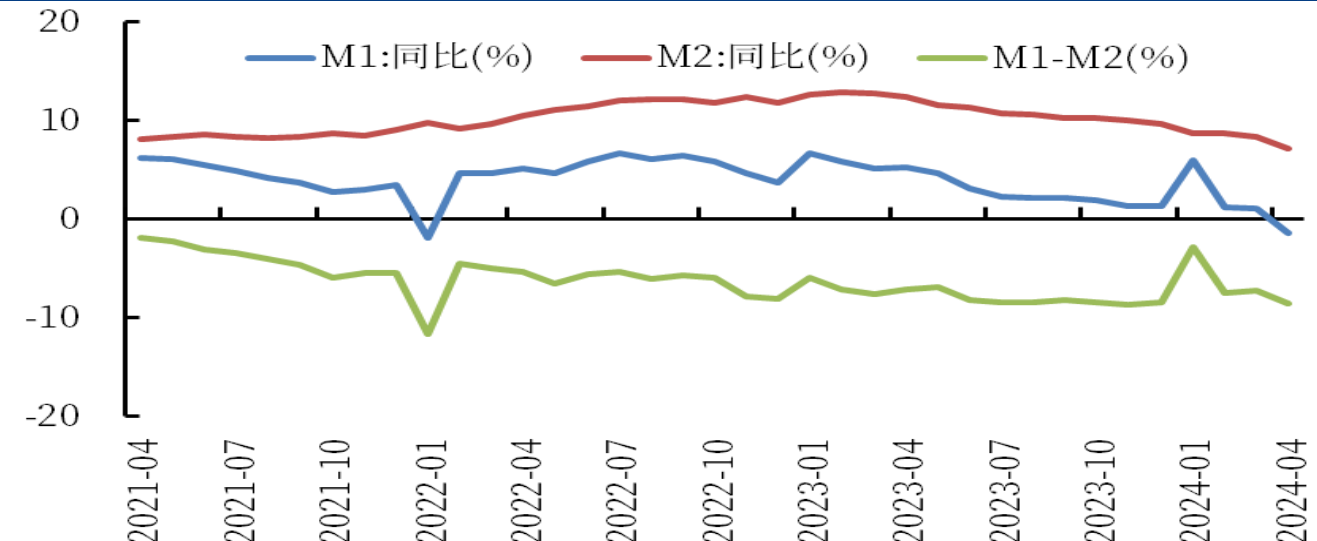
图4 历年4月信贷及分项比较 (亿元)

项目	2024年4月	2023年4月	2022年4月	2021年4月	2020年4月	2019年4月	2018年4月	2017年4月	2016年4月	2015年4月
总	7,300.0	7,188.0	6,454.0	14,700.0	17,000.0	10,200.0	11,800.0	11,000.0	5,556.0	7,079.0
长短期	763.0	-1,074.0	1,344.1	929.0	6,128.0	1,550.0	2,501.0	840.0	1,399.0	3,421.0
新增人民币贷款:中期	2,434.0	5,513.0	2,338.3	11,523.0	9,936.0	6,988.0	8,211.0	9,667.0	3,850.0	4,344.0
居民	-5,166.0	-2,411.0	-2,170.0	5,283.0	6,669.0	5,258.0	5,284.0	5,710.0	4,217.0	2,923.0
新增人民币贷款:居民户:短期	-3,518.0	-1,255.0	-1,855.9	365.0	2,280.0	1,093.0	1,741.0	1,269.0	-64.0	1,356.0
新增人民币贷款:居民户:中长期	-1,666.0	-1,156.0	-313.7	4,918.0	4,389.0	4,165.0	3,543.0	4,441.0	4,280.0	1,568.0
企业	8,600.0	6,839.0	5,784.0	7,552.0	9,563.0	3,471.0	5,726.0	5,087.0	1,415.0	5,100.0
新增人民币贷款:企(事)业单位:短期	-4,100.0	-1,099.0	-1,948.0	-2,147.0	-62.0	-1,417.0	737.0	1,554.0	-925.0	704.0
新增人民币贷款:企(事)业单位:中长期	4,100.0	6,669.0	2,652.0	6,605.0	5,547.0	2,823.0	4,668.0	5,226.0	-430.0	2,776.0
新增人民币贷款:票据融资	8,381.0	1,280.0	5,148.0	2,711.0	3,910.0	1,874.0	23.0	-1,983.0	2,388.0	1,361.0

资料来源: wind, 中航证券研究所

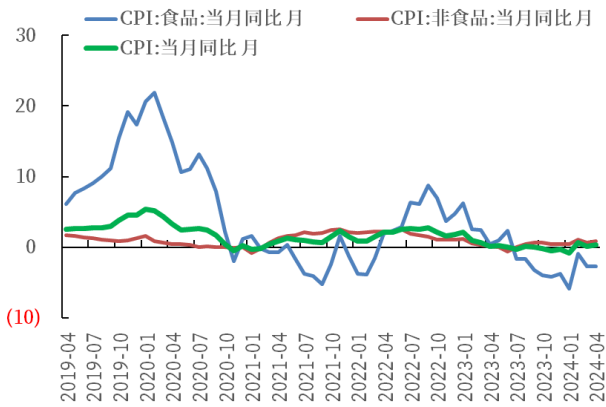
图5 社融及信贷余额存量增速 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 货币增速


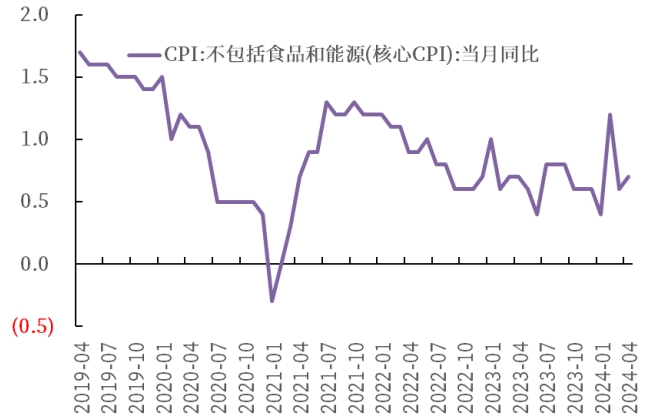
资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 CPI及主要分项同比 (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所

图8 核心CPI同比 (%)



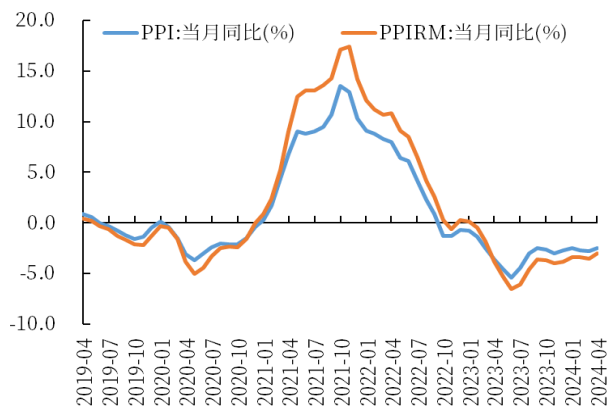
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图9 CPI同比及环比8大分项 (%)

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

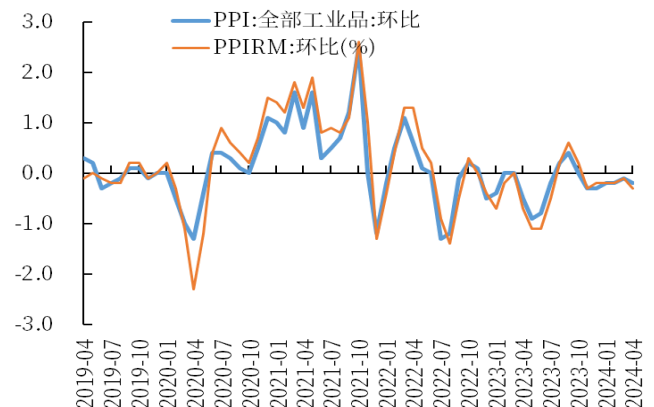
资料来源: wind, 中航证券研究所

图10 PPI及PIRM同比 (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所

图11 PPI及PIRM环比 (%)



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