

[宏观策略]

首席研究员：戴磊(执业证书编号：S0640511010007)

电话：010-84801800-8088

邮件：dailei_2008@163.com

联系人：刁志学、杨鹏飞

电话：0755-83520942

2011年9月30日

周期困境，博弈政策

——四季度宏观经济分析报告

投资要点：

- **经济周期迈入衰退阶段，稳定金融风险使结构性放松合乎情理。**在政策不断收紧流动性的滞后影响下，自三季度中期开始，本轮经济周期已经从滞胀阶段迈入到“增长向下，通胀也向下”的衰退阶段，在第二阶段，经济增长、企业盈利和流动性将继续下行。随着通胀拐点出现（尽管还将维持高位），以及地方债和房地产市场的金融风险逐步显现，国际市场冲击压力不断加大，货币政策的边际收紧力度也将逐步下降，货币政策将进入稳定期，对经济衰退和金融风险的顾忌将使得结构性放松的期待合乎情理。
- **全球经济进入调整周期。**发达国家受制于失业率高企、资产价格萎靡不振以及银行体系危机和财政重整压力，经济下行风险正在加大，国际货币基金组织也再次下调了全球增长预期。基于目前欧元区与美国的财政整顿状况，欲达到较为理想的平衡是不易的，因此真实增速可能还将再打折扣。
- **通胀回落无悬念。**三季度由于价格粘性的存在，通胀仍旧处于高位，但四季度消化掉基数因素后，加上秋粮连续八年获得丰收，供给风险消除，CPI将会出现非常明显的回落。从宏观逻辑上推导，其一，中国经济增速已经回落至潜在增长率9%-9.5%附近，目前还有进一步下行的趋势，需求拉动的通胀风险正在弱化，产能过剩的可能正在加大；其二，尽管货币存量巨大，但货币增量水平已经回落到历史水平以下，多余的货币对物价的冲击也将逐步散去。其三，大宗商品中期拐点已经确立，商品价格传导至国内CPI大约需要1-2个季度，四季度通胀的回落已是必然，预测四季度CPI至4.5%。
- **流动性低位徘徊，拐点未至，货币政策回归中性。**资金依旧紧张，核心在于持续准备金率的提升，货币乘数下降，加上银行资产与负债的期限错配，使货币的自我创造过程呈现螺旋式下滑，即便是保持目前的紧缩力度，外汇占款与信贷不出现大的波动，资金活化率的下降和房地产交易的萎缩仍将会导致货币被动收缩，表现在M1和M2上，继续低位徘徊，并有进一步下行压力。考虑到外部金融市场的动荡和国内系统性风险的累积，四季度货币政策将回归中性。

目录

一、经济周期定位：衰退阶段的困境	3
1.1 货币收缩—>资产价格萎靡—>内需衰减	3
1.2 结构性放松求解地方债务与房地产难题	5
二、全球经济陷入长波调整周期	8
三、通胀回落成必然，但流动性拐点尚未到来	10
3.1 确认通胀回落	10
3.2 流动性低位徘徊，拐点未至	11

图表

图 1: 信贷/GDP趋势向上	3
图 2: 通过信贷驱动投资	3
图 3: 5 月开始，保障房开工率与投资增速发生背离，资金约束开始显现	4
图 4: 工业企业极度缺乏资金	4
图 5: 消费者信心指数下降	5
图 6: 房地产相关消费下降	5
图 7: 地方债务构成	5
图 8: 主要城市土地成交量、成交价均下降，重创土地财政	6
图 9: 利率与房地产成交量	7
图 10: 房地产销售与开工均下行	7
图 11: 央行连续十一周净投放	7
图 12: 与此同时，8 月外汇占款大增	7
图 13: 欧猪五国债务占GDP的比例	8
图 14: 欧猪五国赤字占GDP的比例	8
图 15: 欧元区部分国家 5 年期国债CDS报价	9
图 16: 失业率维持高位	9
图 17: 美国储蓄率始终维持在 5%左右	9
图 18: 今年M2/GDP仍旧会创出新高	10
图 19: 但增量货币早已回落	10
图 20: 大宗商品与PPI传导顺利	11
图 21: 近期商品大跌	11
图 22: 银行超额准备金率历史新低	12
图 23: 货币乘数下降	12
图 24: M1 与M2 逐步走低	12
图 25: M1 与房地产景气度互相驱动	12

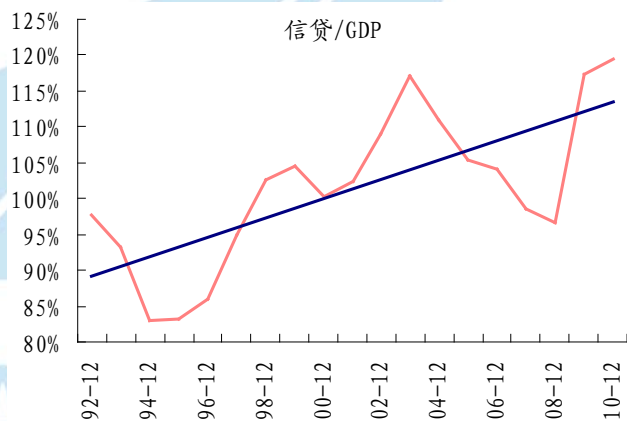
一、经济周期定位：衰退阶段的困境

在政策不断收紧流动性的滞后影响下，自三季度中期开始，本轮经济周期已经从“增长向下、通胀向上”迈入到“增长向下，通胀也向下”的衰退阶段，在第二阶段，经济增长、企业盈利和流动性将继续下行。但第二阶段的政策含义不同于一阶段：前期的紧缩效果已经有所显现，随着通胀拐点出现（尽管还将维持高位），以及地方债和房地产市场的金融风险逐步显现，国际市场冲击压力不断加大，货币政策的边际收紧力度也将逐步下降，货币政策将进入稳定期，对经济衰退和金融风险的顾忌将使得结构性放松的期待合乎情理。

1.1 货币收缩—>资产价格萎靡—>内需衰减

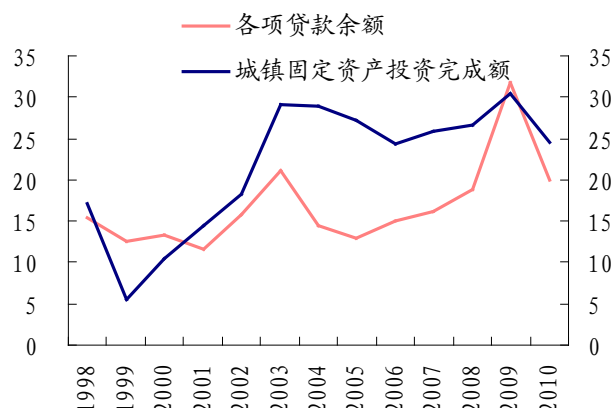
不管是信贷、外汇占款还是土地、房地产，中国经济过去几十年的高增长对货币和资产价格的依赖逐渐加深，通过货币驱动增长模式的效率是最高的，中国经济也一直走在加杠杆的道路上，要改变这一增长模式，化解通胀风险与矫正扭曲，实现转型与增长路径的转换，紧缩货币并调整中国经济的资产负债表成为消化泡沫的唯一选择。

图 1：信贷/GDP 趋势向上



资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 2：通过信贷驱动投资

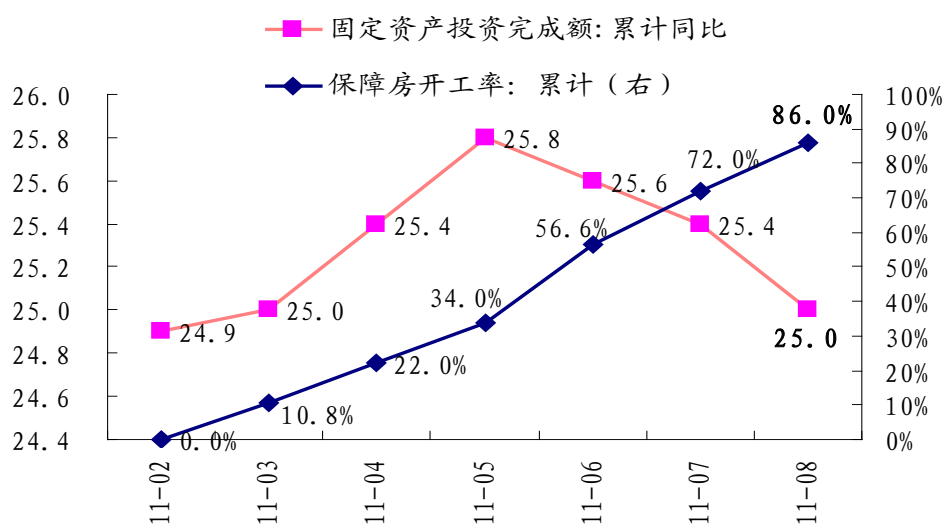


资料来源：wind，中航证券金融研究所

持续紧缩将使中国经济承受巨大的需求萎缩冲击，并在相当长的一段时间维持相对较低水平的增长：

被寄予厚望的投资，其增长动能正在下降。前 8 个月固定资产投资累积同比增长 25%，比二季度高点回落 0.6 个百分点，整体投资增速仍属于温和放缓，但需要注意的是，这种放缓是在保障房开工率不断增加的背景下实现的，也就是说，保障房开工率的上升并未有效带动投资的上升。

图 3: 5 月开始, 保障房开工率与投资增速发生背离, 资金约束开始显现

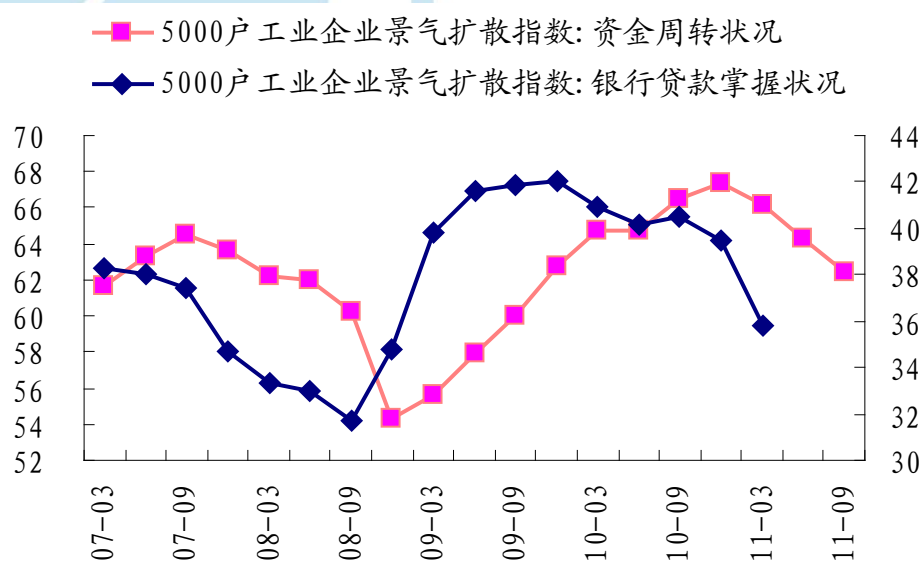


资料来源: wind, 中航证券金融研究所 (注: 4 月份开工率估算所得)

地方政府的投资冲动是中国经济最大的活力, 在持续收紧的货币环境下, 严重缺乏资金支撑, 这包括土地价格的下跌、信贷的约束、城投债信用风险的显现等, 都将抑制地方投资行为。在行政性力量的干预下, 导致地方保障房只有名义上的开工率, 而无实际推进程度和竣工率, 最终导致保障房未能有效对冲商品房和出口带来的负面冲击。

缺钱的不仅仅是地方政府, 企业部门同样感受到了资金链的寒冬, 来自于微观的信号也支持这样的判断。

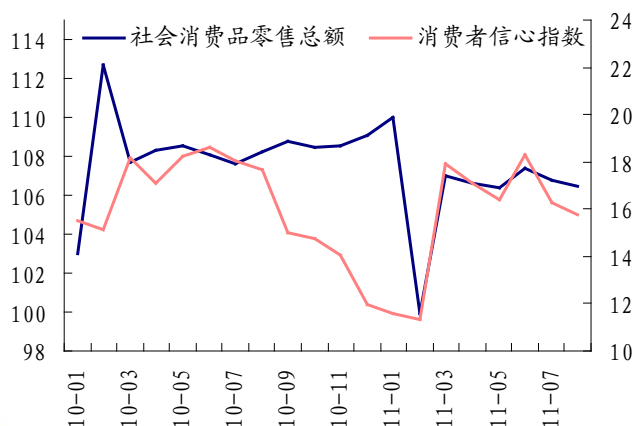
图 4: 工业企业极度缺乏资金



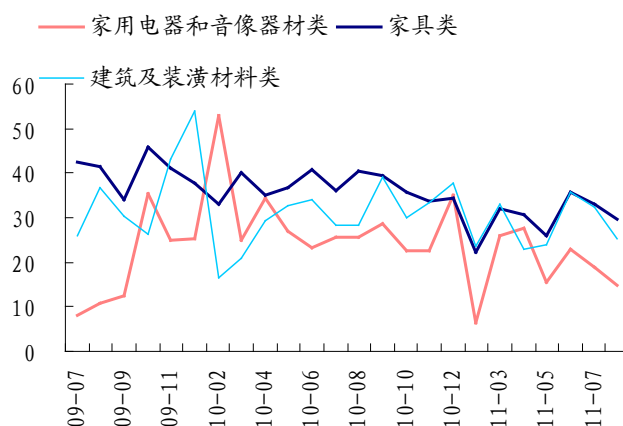
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

消费方面, 虽然整体社会消费品零售名义增速仍处于 17% 的高位, 但剔除通胀后的实际

增速比去年同期回落 3-4 个百分点，特别是与汽车和房地产相关的消费品下滑更是明显，展望未来，以房地产为代表的资产价格下降减少了财富存量，而经济下滑、收入下降、物价高企降低了财富的实际增量，消费对经济的拉动将会逐步趋弱。

图 5：消费者信心指数下降


资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 6：房地产相关消费下降


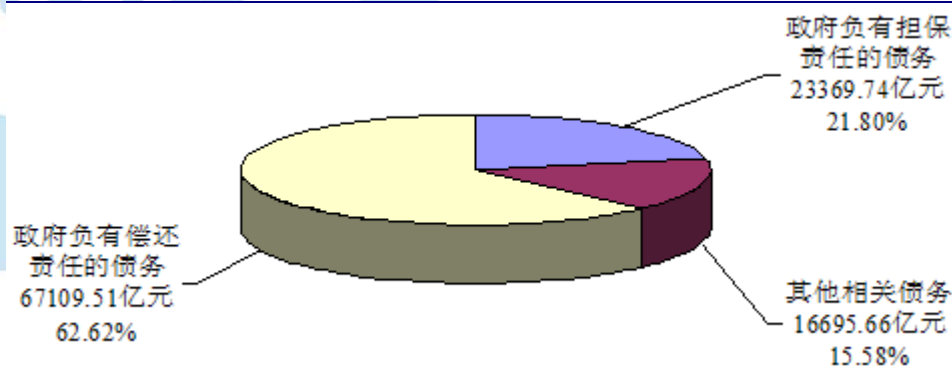
资料来源：wind，中航证券金融研究所

四季度我们仍处于大的收缩周期中，货币的收紧导致需求的萎缩还会慢慢体现出来，投资和消费都将进一步萎缩，未来的两个季度，增长将逐级下行。

1.2 结构性放松求解地方债务与房地产难题

在我们看来，地方债务与房地产市场是中国经济两大系统性风险。

就地方债务来说，审计署的官方数据是，截至 2010 年底，全国地方政府性债务余额 10.7 万亿元，相当于同期全国 GDP 的 27%，其中：政府负有偿还责任的债务 67109.51 亿元，占 62.62%；政府负有担保责任的或有债务 23369.74 亿元，占 21.80%；政府可能承担一定救助责任的其他相关债务 16695.66 亿元，占 15.58%。

图 7：地方债务构成


资料来源：国家审计署，中航证券金融研究所

在这些债务中，43%的债务将在今明两年内集中到期，预计达 4.6 万亿元，债务总额中有 60%以上在 2013 年前到期。根据海南、山东、吉林、重庆等十余个省区市公开的债务账单，其中，以海南省的债务率最高，达到 93.18%，接近 100%的国际警戒线，而湖南从 2011 年底将进入地方债务偿还高峰，共需偿还 1182 亿元，重庆 40 个区县政府中有 11 个区县债务率高于 100%、偿债率高于 20%。

表 1: 2010 年底全国地方政府性债务举借主体情况表

举债主体类别	三类债务合计		政府负有偿还责任的债务		政府负有担保责任的债务		其他相关债务	
	债务额	比重	债务额	比重	债务额	比重	债务额	比重
融资平台公司	49710.68	46.38%	31375.29	46.75%	8143.71	34.85%	10191.68	61.04%
地方政府部门和机构	24975.59	23.31%	15817.92	23.57%	9157.67	39.19%	0.00	0.00%
经费补助事业单位	17190.25	16.04%	11234.19	16.74%	1551.87	6.64%	4404.19	26.38%
公用事业单位	2498.28	2.33%	1097.20	1.63%	304.74	1.30%	1096.34	6.57%
其他单位	12800.11	11.94%	7584.91	11.31%	4211.75	18.02%	1003.45	6.01%
合计	107174.91	100.00%	67109.51	100.00%	23369.74	100.00%	16695.66	100.00%

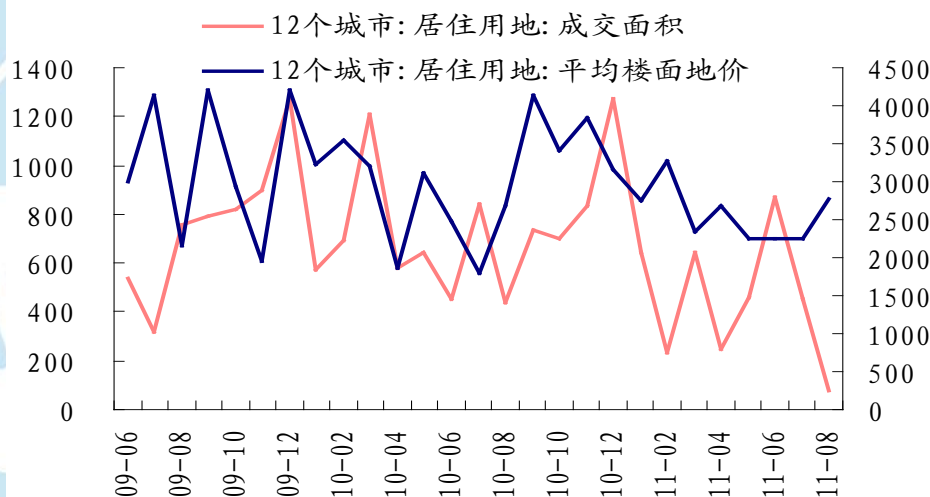
资料来源：国家审计署，中航证券金融研究所

表 2: 去年底全国地方政府性债务未来偿债情况表

偿债年度	三类债务合计		政府负有偿还责任的债务		政府负有担保责任的债务		其他相关债务	
	债务额	比重	债务额	比重	债务额	比重	债务额	比重
2011 年	26246.49	24.49%	18683.81	27.84%	3646.24	15.60%	3916.44	23.46%
2012 年	18402.48	17.17%	12982.52	19.35%	2972.07	12.72%	2447.89	14.66%
2013 年	12194.94	11.37%	7991.36	11.91%	2265.98	9.70%	1937.60	11.61%
2014 年	9941.39	9.28%	6177.01	9.20%	2273.31	9.73%	1491.07	8.92%
2015 年	8012.26	7.48%	4934.69	7.35%	1780.66	7.62%	1296.91	7.77%
2016 年及以后	32377.35	30.21%	16340.12	24.35%	10431.48	44.63%	5605.75	33.58%
合计	107174.91	100.00%	67109.51	100.00%	23369.74	100.00%	16695.66	100.00%

资料来源：国家审计署，中航证券金融研究所

图 8: 主要城市土地成交量、成交价均下降，重创土地财政

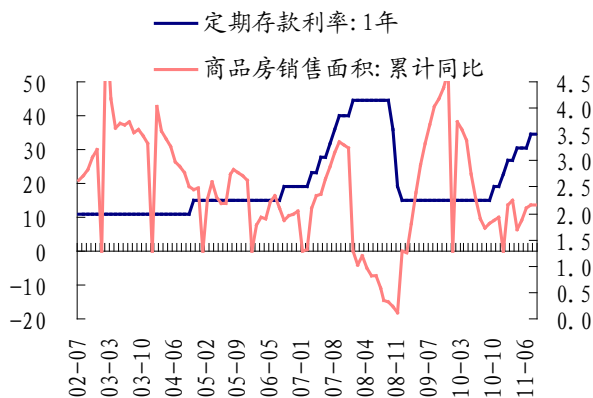


资料来源：国家审计署，中航证券金融研究所

根据审计署公开资料，至 2010 年底，地方负有偿还责任的债务余额中，承诺用土地出让收入作为偿债来源的债务余额为 25473.51 亿元，共涉及 12 个省级、307 个市级和 1131 个县级政府。另外一方面，资产价格持续萎靡，土地出让收入大幅下滑，地方政府的资金缺口也因此不断扩大，从收支角度看，这一缺口无法收敛，随着今明两年到期量的增加，个别地方

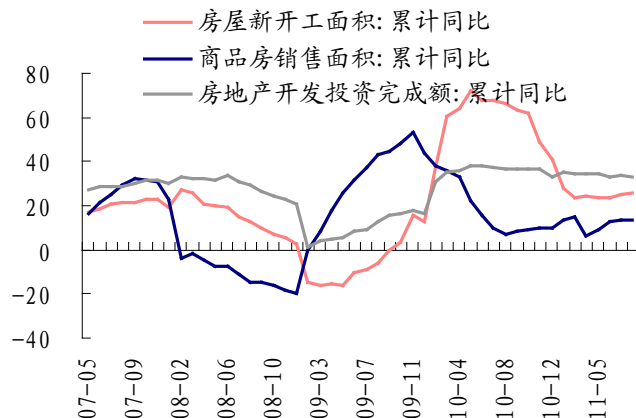
政府资产负债表逐步恶化的风险将进一步孕育。

图 9：利率与房地产成交量



资料来源：wind，中航证券金融研究所

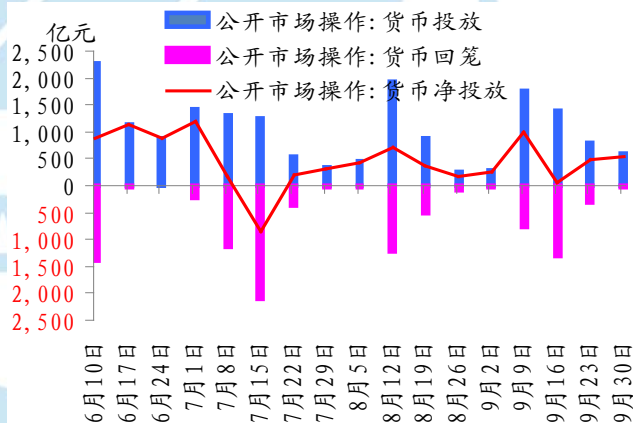
图 10：房地产销售与开工均下行



资料来源：wind，中航证券金融研究所

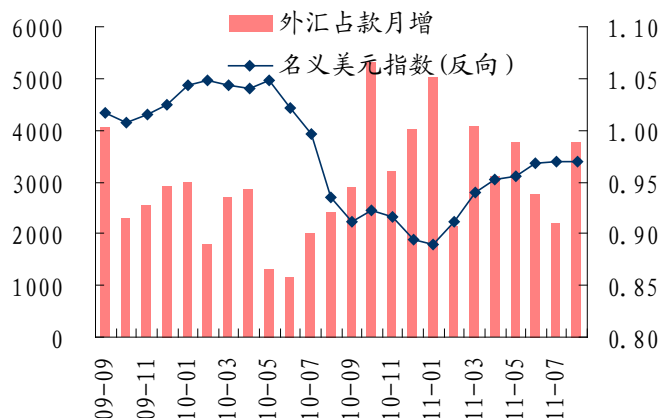
历次政策调整的经验告诉我们，在衰退初期，通胀仍旧处于高位，政策的惯性仍旧会维持，放松也至少要等通胀持续回落两个季度，但这一轮收缩周期与以往环境不同，地方融资平台和房地产市场硬着陆的风险逐步积聚，欧美债务危机前车之鉴，如果政策仅仅盯住通胀而不顾及资金约束导致的金融风险，宏观的稳定性将面临巨大挑战，衰退、高失业率等将进一步影响到社会的稳定性，尤其是考虑到政府换届的时间窗口，紧缩政策顾虑重重。

图 11：央行连续十一周净投放



资料来源：wind，中航证券金融研究所

图 12：与此同时，8 月外汇占款大增



资料来源：wind，中航证券金融研究所

实际上，政策松动已有端倪，公开市场上，在 8 月份高达 3769 亿元外汇占款的基础上，央行不但没有对冲，当月反而净投放 1670 亿，而截至 9 月底，已合计净投放资金 2360 亿元，简单测算，9 月份也会带来 4500 亿左右的基础货币增量。这是一个积极的信号，在政策松动

的过程中，三套货币政策工具使用的先后顺序一般是：公开市场操作——准备金——利率，目前仅仅是温和的第一步，随着通胀下降的更为明显，为政策调整预留空间也将加大，准备金率也将存在下降的可能，与此同时，在信贷和财政上，政策也逐步加大了对中小企业、三农等的信贷支持力度，银行可以对实行公司化运作并符合信贷条件的公租房项目直接发放贷款，也可向符合条件的地方政府融资平台公司发放贷款。稳定以地方政府债务与房地产市场为代表的金融风险成为决策层面临的最重要的任务，虽然这些政策力度较弱，也不足以扭转经济继续下滑的形势，但我们认为四季度结构性放松的信号将更为明显。

二、全球经济陷入长波调整周期

全球经济进入调整期，发达国家受制于失业率高企、资产价格萎靡不振以及银行体系危机和财政重整压力，经济下行风险正在加大，在 9 月份《世界经济展望》中，IMF 将今明两年全球经济增长分别下调 0.3%、0.5%，年度同比增速均调整为 4%。先进经济体实际 GDP 预计将以缓慢步伐增长，2011 年 1.5%，2012 年增长 2%，其中，美国 2011、2012 年增速预计为 1.5%和 1.8%，欧元区为 1.6%和 1.1%。

但该预测前提是，欧洲政策制定者能够控制住欧元区边缘国家的危机，美国政策制定者能够在支持经济增长与实施中期财政整顿之间实现适当平衡，并且全球金融市场的波动不会加剧，我们认为，基于目前欧元区与美国的财政整顿状况，欲达到较为理想的平衡是不易的，因此真实增速可能还将再打折扣。新兴和发展中经济体的增长率将在 2012 年下降至 6%左右，中国 2012 年增长率被下调至 9%，变动-0.5%，印度、俄罗斯则分别为 7.5%和 4.1%，较 6 月份预测变动-0.3%和-0.4%。

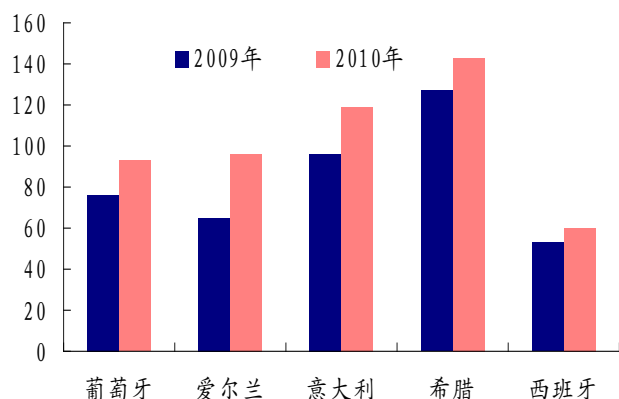
表 3: IMF 对全球经济的预测

	9 月份预测		9 月份预测变动（比 6 月）	
	2011 年	2012 年	2011 年	2012 年
全球	4	4	-0.3	-0.5
美国	1.5	1.8	-1	-0.9
欧元区	1.6	1.1	-0.4	-0.6
中国	9.5	9	-0.1	-0.5
印度	7.8	7.5	-0.4	-0.3
俄罗斯	4.3	4.1	-0.5	-0.4

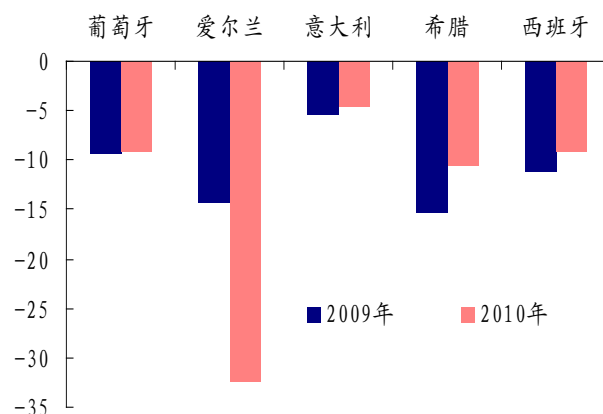
资料来源：IMF，中航证券金融研究所

图 13: 欧猪五国债务占 GDP 的比例

图 14: 欧猪五国赤字占 GDP 的比例



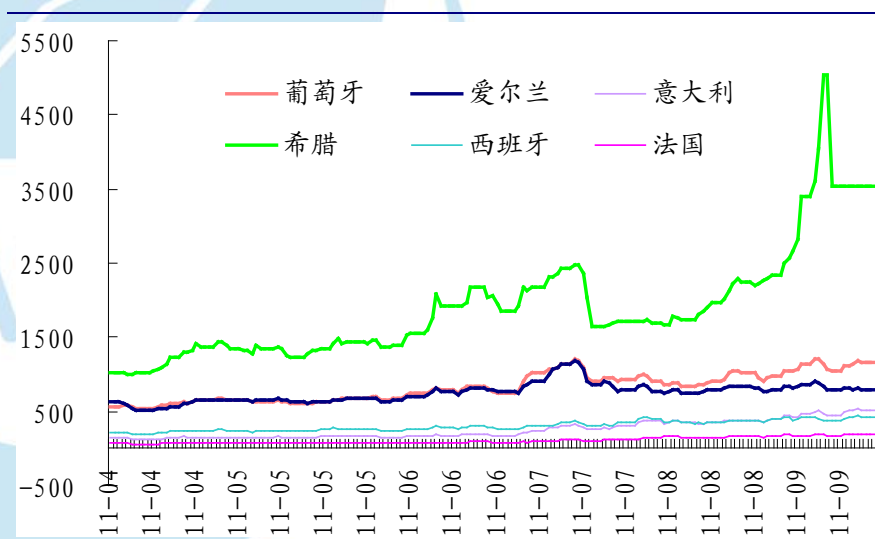
资料来源: wind, 中航证券金融研究所



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

主权信用风险愈演愈烈，2010年4月希腊开始向欧盟和IMF寻求援助，截至目前，已进行至第二轮援助。即便这样，希腊债务违约风险并没有消除半分：一方面10月份将迎来希腊今年债务到期的高峰期，欧盟对希腊的进一步援助措施却得不到统一；另一方面，希腊援助款的获得是以实施紧缩财政为代价的，而希腊国内紧缩财政的反对声音此起彼伏，紧缩财政的实施将步履维艰。同时，在债务风险未得到有效控制之前，欧元区金融部门也发现较大隐患，欧债危机逐渐向核心国蔓延的趋势非常明显，西班牙、法国几大银行均遭国际评级机构下调评级。未来随着银行业务的收紧、政府财政重整的推进，乐观的情景下，欧元区经济将陷入可预期的长波调整。

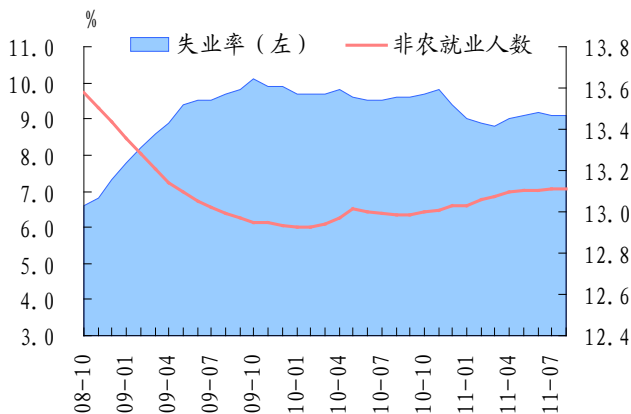
图 15: 欧元区部分国家 5 年期国债 CDS 报价



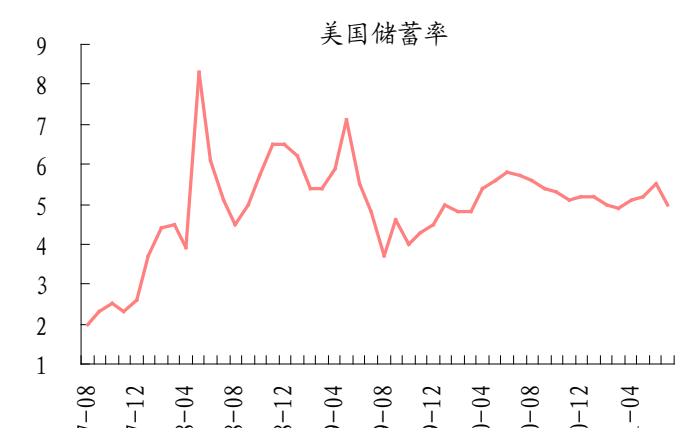
资料来源: 彭博, 中航证券金融研究所

图 16: 失业率维持高位

图 17: 美国储蓄率始终维持在 5% 左右



资料来源: wind, 中航证券金融研究所



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

美国方面，失业率高企，储蓄率居高不下，经济增长乏力，9 月 20、21 日美联储议息会议决定，实行 4000 亿美元的扭曲操作，卖出短期国债买入长期国债，从而压低市场利率，保证宏观经济宽松环境，但美国陷入了典型的流动性陷阱，该项措施或收效甚微。现阶段，两大再平衡几乎停滞：一来财政刺激无法向私人需求转变，经济反而更依赖刺激政策；二来外部需求未被激发，出口无明显改善，弥补不了国内需求低迷造成的损失。综合来看，政府投资无法有效启动、私人部门缺乏动力、房地产市场低迷、住户储蓄率走高、去杠杆化进程加快等因素都将牵制美国经济。

三、通胀回落成必然，但流动性拐点尚未到来

我们认为通胀已确认回落。三季度由于价格粘性的存在，通胀仍旧处于高位，但四季度消化掉基数因素后，加上秋粮连续八年获得丰收，供给风险消除，CPI 将会出现非常明显的回落。

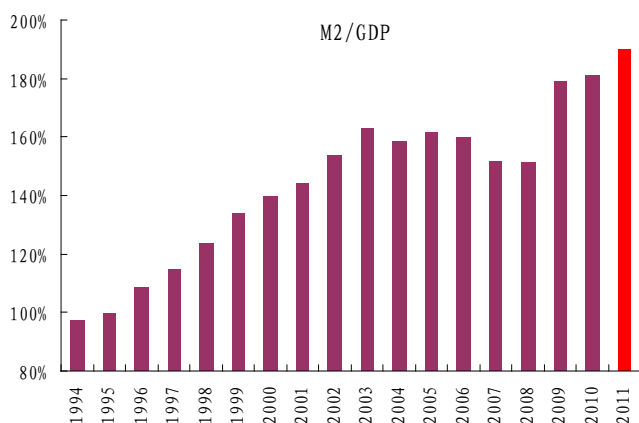
3.1 确认通胀回落

从宏观逻辑上推导，首先是经济增长在下降，投资、消费和出口都将进一步收缩，产出缺口在收窄，中国经济增速已经回落至潜在增长率 9%-9.5% 附近，如上所述，目前还有进一步下行的趋势，需求拉动的通胀风险正在弱化，产能过剩的可能正在加大。

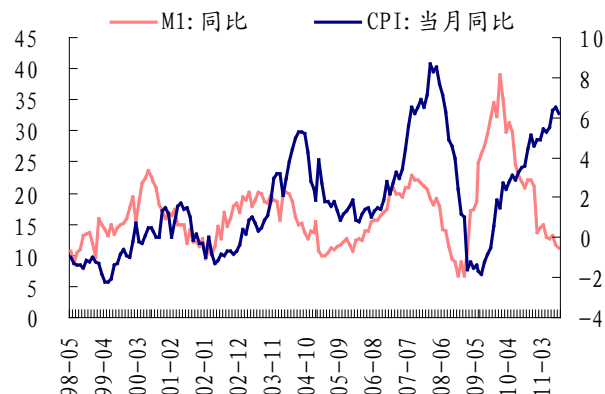
其次，表现在 M2 绝对值上，货币存量巨大，M2/GDP 今年还将创出历史新高，但货币增量水平已经回落到历史水平以下，这是流动性收缩的前提，随着经济总量的增加，对存量货币的吸收将逐步加大，明年 M2/GDP 将出现下降，多余的货币对物价的冲击也将逐步散去。

图 18: 今年 M2/GDP 仍旧会创出新高

图 19: 但增量货币早已回落



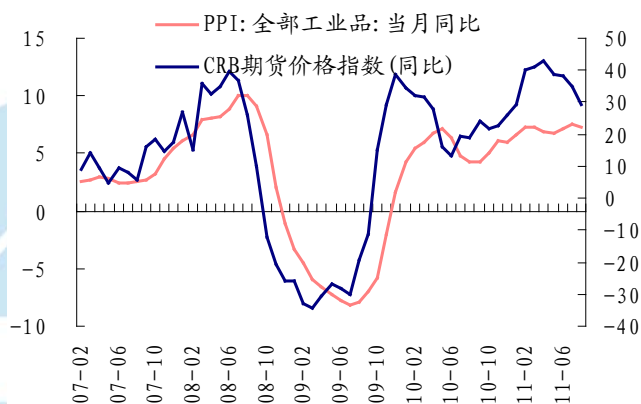
资料来源: wind, 中航证券金融研究所



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

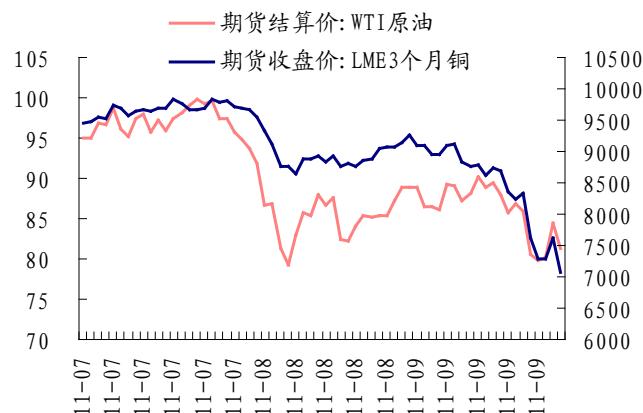
最重要的是, 我们认为外部大宗商品价格上行压力完全消除, 发达国家债务问题缠身, 经济进入调整期、全球流动性边际水平也在减弱, 由此导致外部大宗商品中期拐点已经确立。近期商品市场暴跌, 根据模型测算, 商品价格传导至国内 CPI 大约需要 1-2 个季度, 因此维持目前数量化的紧缩状态, 四季度通胀的回落已是必然, 我们预测四季度 CPI 至 4.5%。

图 20: 大宗商品与 PPI 传导顺利



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 21: 近期商品大跌



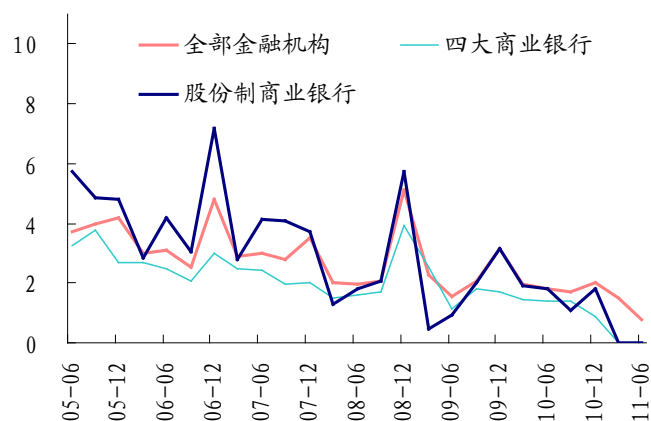
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

对中国来说, 人口红利的拐点、资产和要素价格的扭曲后的重估是一个长期的成本推动过程, 是一种温和的上升, 这种原因造成的通胀并不会突然跳升, 因此, 中国长期通胀的中枢将会被抬高, 但这并不妨碍我们得出短期通胀回落的结论。

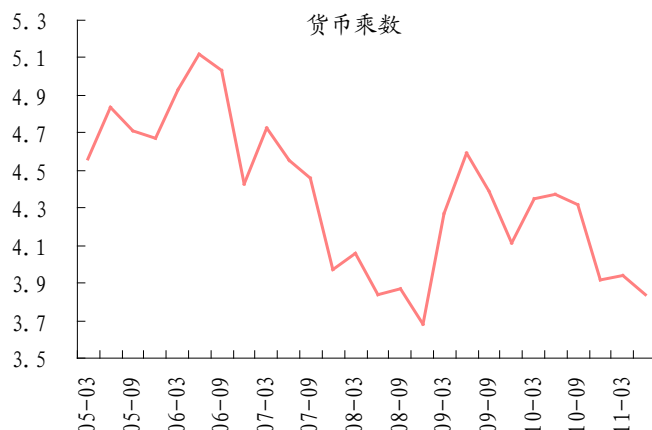
3.2 流动性低位徘徊, 拐点未至

8 月份 M2 已经回落至 13.5% 的增长水平, 已经远低于 16% 左右的政策目标, 资金依旧紧张, 核心在于持续准备金率的提升, 货币乘数下降, 加上银行资产与负债的期限错配, 使货币的自我创造过程呈现螺旋式下滑, 即便是保持目前的紧缩力度, 外汇占款与信贷不出现大

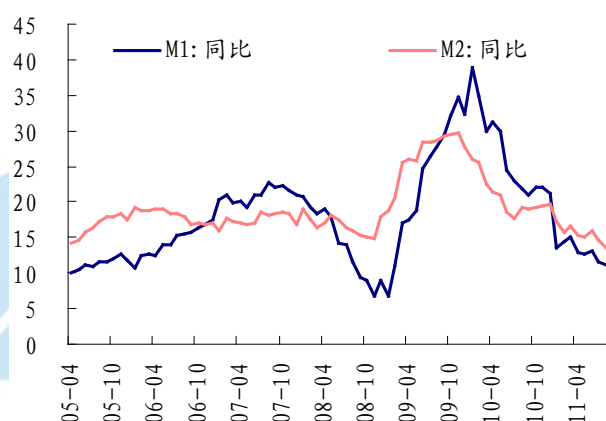
的波动，资金活化率的下降和房地产交易的萎缩仍将会导致货币被动收缩，表现在 M1 和 M2 上，继续低位徘徊，并有进一步下行压力。

图 22: 银行超额准备金率历史新高


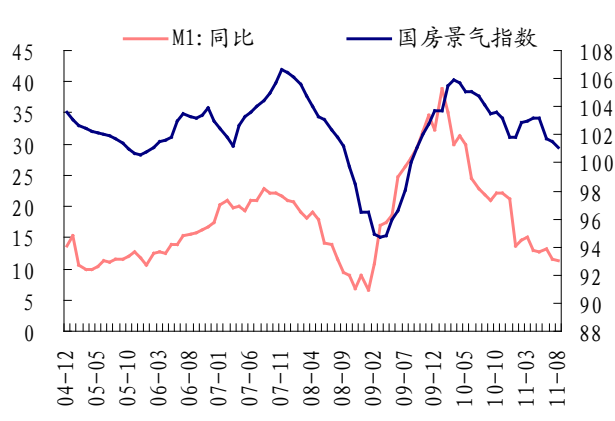
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 23: 货币乘数下降


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 24: M1 与 M2 逐步走低


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 25: M1 与房地产景气度互相驱动


资料来源: wind, 中航证券金融研究所

总体看来，货币政策的大方向上仍旧保持着名义上紧缩的局面，公开市场操作投放的基础货币也暂时无法扭转货币供应量下降的趋势，但经济步入衰退期，货币供应量已被压到极低的水平，面对国际金融市场动荡，考虑到国内系统性风险的累积，四季度无论是利率工具还是准备金工具均不可能再次被使用，货币政策将回归中性。

表 4: 对未来两个季度经济数据的预测

主要指标	2010	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1
经济增长(单季, %)						
GDP	10.1	9.6	9.5	9.1	8.8	8.6
物价(%)						
CPI	3.3	5.1	5.7	6.2	5.2	4.0
PPI	5.7	7.1	6.9	7.1	5.0	3.0
投资(累计, %)						
固定资产投资	25.5	25.0	25.6	24.8	24.5	24.0
其中: 房地产投资	35.0	34.1	32.9	29.0	25.0	20.0
消费(%)						
社会消费品零售	18.2	16.3	17.2	17.0	16.5	16.0
国际贸易(%)						
出口	28.3	26.5	22.1	18.8	13.9	12.6
进口	36.5	32.6	23.1	21.5	19.2	13.1
贸易盈余(亿美元)	1858	-10.2	465	673	500	-50
工业生产(%)						
工业增加值	15.6	14.9	13.9	13.5	13.2	12.8
货币供应(%)						
新增贷款(万亿)	7.60	2.26	1.92	1.60	1.40	2.1
M1	21.5	15.0	13.1	11.0	10.6	11.0
M2	19.3	16.6	15.9	13.1	12.8	13.0
利率、汇率与准备金率						
一年期定期存款	2.50	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50
USD/RMB	6.59	6.54	6.46	6.40	6.35	6.30
存款准备金率	18.5	21.5	22.0	23.0	23.0	23.0

资料来源: wind, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

戴磊，SAC执业证书号：S0640511010007

首席宏观策略研究员，经济学博士。2008年2月加入中航证券金融研究所，主要研究方向为经济周期、货币与资产配置。

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，在此申明，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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明：

本报告并非针对或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查照只用，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其客户。

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，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。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。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南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根据的研究或分析。