



中航证券金融研究所  
所长 董忠云  
证券执业证书号: S0640515120001  
证券分析师 符旸  
证券执业证书号: S0640514070001  
电话: 010-59562469  
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

## 美元国际地位难以撼动，但疫情后或 迎来弱美元与信用风险

宏观经济深度报告

2020年05月25日

### 摘要

- 美国对资本市场、债券和支付体系的控制奠定了美元广泛而持久的融资能力，以及美联储行动对其他国家的影响力。尽管美元的国际地位自全球金融危机以来有所下降，但总体上仍占主导地位。
- 美元的近期走势会和疫情的发展挂钩。短期内，在疫情没有全面缓解之前，美元指数仍将保持相对强势。考虑到此次刺激计划导致的本国政府的借贷规模和随后要偿还的债务，疫情后，美国当局并不会很快升息，且极有可能寻求美元大幅贬值以激励美国出口，并鼓励消费者用美国制造的产品代替进口产品以有效地促进最大就业和稳定价格。
- 受制于需求端的萎缩，央行资产负债表规模的增加预计在短期内不会造成严重的通货膨胀。但如果中长期内，美国经济产出增长持续疲弱，而美联储超常规宽松的货币政策不能有效退出，依然需要警惕经济体滞胀的风险。
- 同时，为了应对危机，当前联邦储备系统的资产负债表开始充斥商业票据、ABS、企业债券、ETF 等高风险低质量、高波动低流动性的资产，而联储资产质量的下降在令市场对美元信心下降的同时，也会导致华盛顿政府更倾向于追求美元的疲软来解决本国的经济问题。这一全球最稳定货币当前自身风险敞口开始加大，为未来可能出现的危机埋下伏笔。而质量不断下降的大量公司债务的积累会加剧下一次的衰退。

股市有风险入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中  
航资本大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59562524  
传真: 010-59562637

## 目录

一、美元的世界地位.....	3
1.1 美元：影响力持续扩张的途径 .....	3
1.1.1 以美元为基础的债权制度.....	3
1.1.2 强大的资本市场.....	4
1.1.3 控制商品贸易与国际支付体系 .....	5
1.2 新兴市场和欧元不足以撼动美元的地位 .....	5
二、疫情及美联储的大幅宽松，对美元会有哪些影响？ .....	6
2.1 疫情期间避险情绪主导美元走势 .....	6
2.2 疫情后回归基本面 .....	7
2.3 政府的态度将决定美元的走势 .....	7
三、高昂债务或引发下一次全球危机.....	8
3.1 通货膨胀的危险 .....	8
3.2 高昂私营部门债务或诱发全球经济危机 .....	9
3.3 美国或面临信用降级风险 .....	12
3.4 美国 and 全球商业周期的同步将使美国信用危机蔓延全球.....	12

## 一、美元的世界地位

自1944年布雷顿森林体系确立以来，美元取代英镑，世界货币体系步入了美元时代。该体系主要内容除货币储备机制、汇率安排机制和国际收支调节机制外，最重要的是“双挂钩”机制：即美元与黄金挂钩、各国货币与美元挂钩。

虽然布雷顿森林体系在1971年宣告结束，但美国凭借随后建立的石油美元体系，令美元国际货币的地位得以继续保留并进一步稳固。如今，美元作为世界第一大货币，不仅仅和石油、大宗商品、贵金属的走势密切相关，而且还深刻地影响全球范围内的通胀形势、新兴市场的热钱流动以及众多国家外汇储备的组合策略。

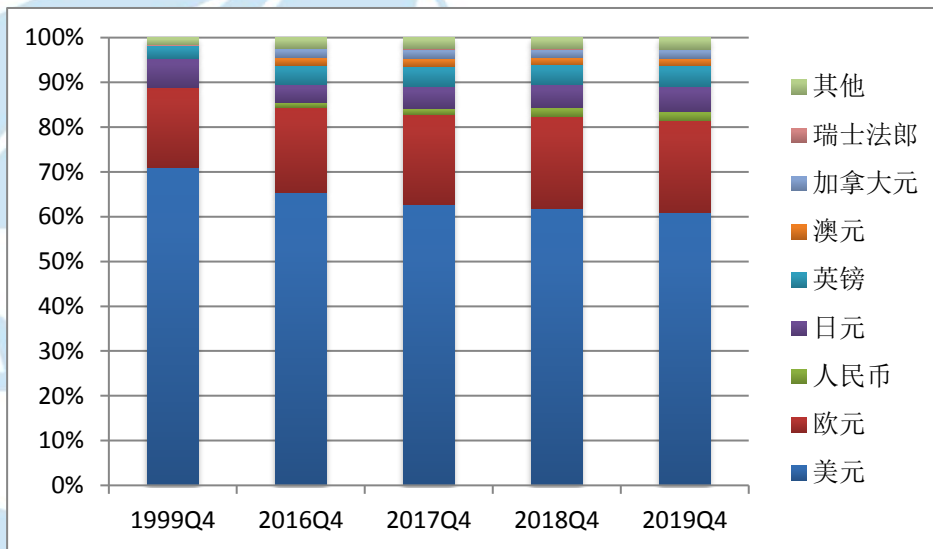
美国对资本市场和支付体系的控制奠定了美元广泛而持久的影响力，而目前的COVID19并没有从根本上改变以美元为核心的金融贸易体系，因此无法撼动美元的国际地位。

### 1.1 美元：影响力持续扩张的途径

#### 1.1.1 以美元为基础的债权制度

外国中央银行和货币当局持有的全球外汇储备中，超过60%仍为美元。约90%的全球外汇交易涉及美元交易，在美国以外的全球贸易中约40%以美元计价和结算，将近60%的美元纸币作为全球性的价值存储和交换媒介在国际上流通。近年来，这些数据并未发生重大变化，并且在某些情况下有所增加。

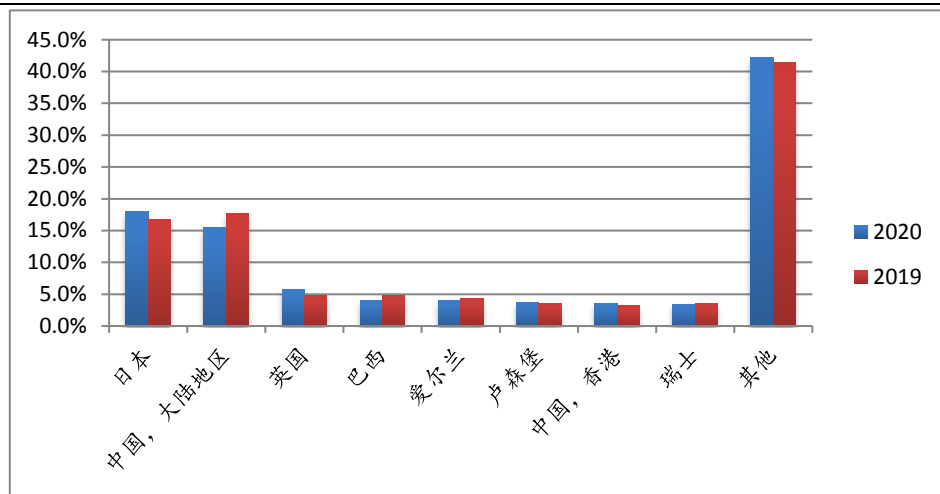
图1：外国各中央银行和货币占全球外汇储备比例



资料来源：官方外汇储备的货币构成（COFER），国际金融统计（IFS），中航证券金融研究所

自全球金融危机以来，各国中央银行已更广泛地积累了官方储备，有助于美元资金市场免受干扰。实际上，许多外国投资者和中央银行都是美国国债的主要持有人。

图 2: 主要国家持有美国国债的情况



资料来源: 美国财政部数据, 中航证券金融研究所

### 1.1.2 强大的资本市场

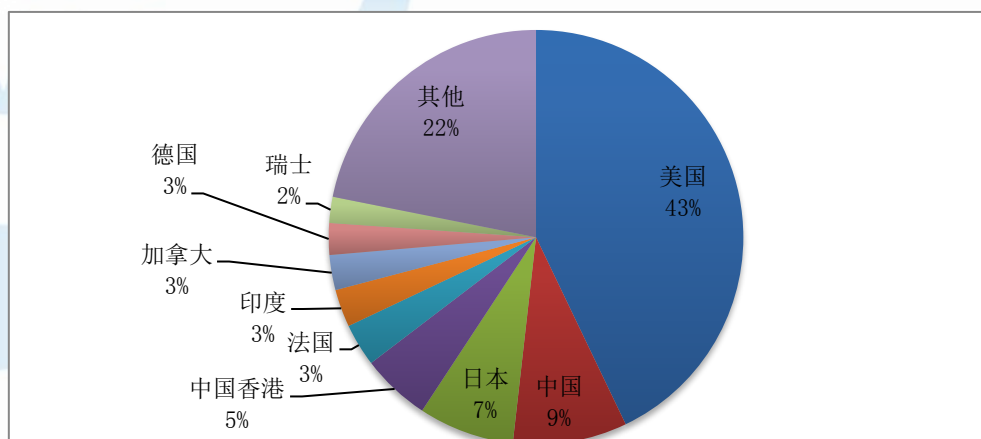
如图 3 中可见:

- 1) 美国股市的体量是它最接近竞争对手的 5 倍, 约占世界股市的 43%;
- 2) 中国以 6.32 万亿美元成为最大的新兴股票市场。

美国资本市场已成为全球大部分储蓄提供了投资场所。以美元计价的债券发行使国内外公司都可以利用美国深厚且流动性强的资本市场。根据 2018 年初欧洲央行的数据, 国际债务证券发行量的 62%、所有债务证券发行量的 49% 和所有跨境银行债权的 48% 都是基于美元的。根据 2019 年统计, 美元占全球未偿还证券债务的 63%。

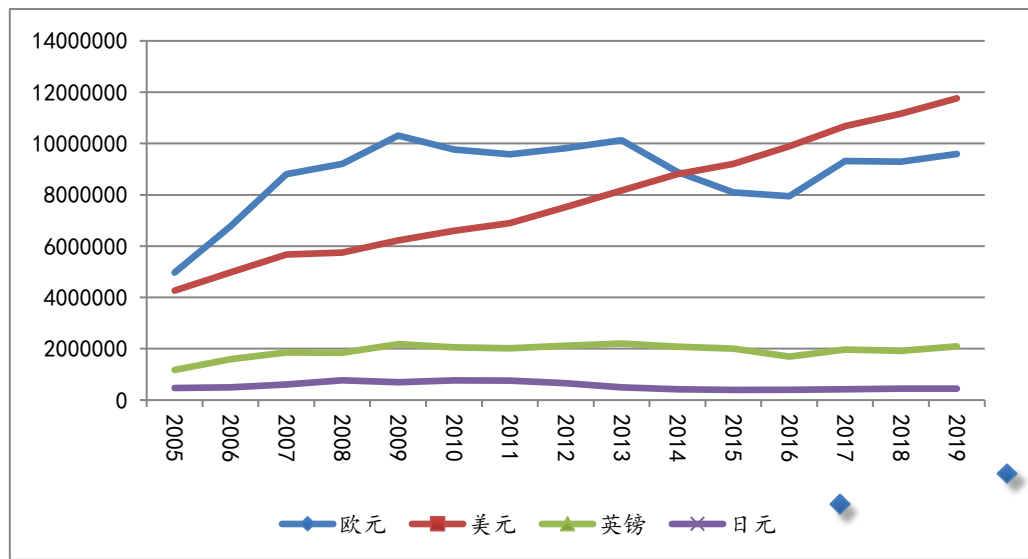
与以其他货币筹集资金相比, 借助强大的资本市场, 美元筹资更受市场青睐。

图 3: 世界各国股市规模占比 (2018 年)



资料来源: 世界银行, 中航证券金融研究所

图 4: 全球各类货币的未偿债务规模 (百万美元)



资料来源: 国际结算银行数据库, 中航证券金融研究所

### 1.1.3 控制商品贸易与国际支付体系

商品和服务的国际贸易主要以美元计价, 截止 2019 年, 美元在至少 40% 的美国以外国家/地区的进口交易中被广泛使用。根据 SWIFT 的统计, 2019 年美元占外汇市场交易量的 88%, 占有所有外汇结算的 91%。

国际美元金融交易最终会在美国由美国金融机构进行清算, 或者在符合美国法律的美元清算中心进行离岸清算。世界各地的金融机构都需要依靠美国的美元支付清算系统, 从而使美国政府和监管机构可以有效地控制大部分国际支付体系。

## 1.2 新兴市场和欧元不足以撼动美元的地位

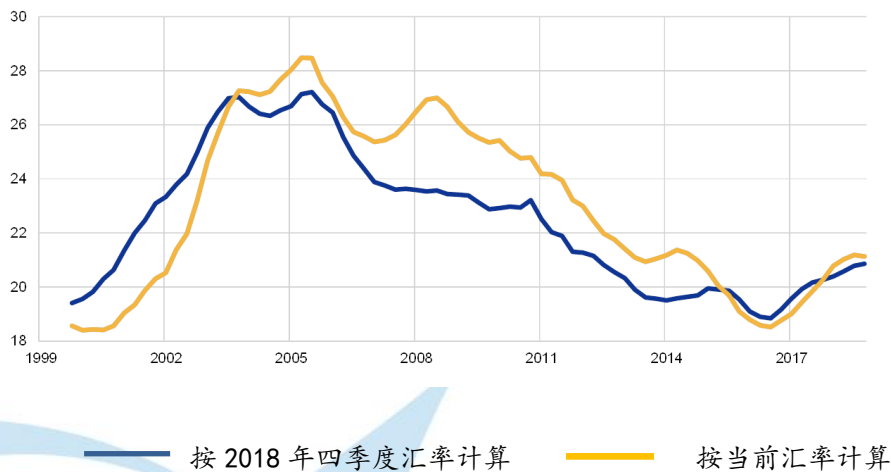
随着新兴经济体的加入和欧盟的成立, 美元的国际地位发生了一些变化。

- 1) 美元在全球官方储备中的份额逐渐下降, 从 1999 年的 71% 下降至 2019 年底的约 61.8%。(图 1)
- 2) 近年来, 随着各国寻求在低利率环境下提高投资组合收益, 投资组合中出现了其他货币的身影。
- 3) 人民币作为储备货币的地位有所提高, 在 2015 年成为第二大贸易融资货币和第五大世界最受欢迎的支付货币 (仅次于美元, 欧元, 英镑和日元)。

单一欧元货币在 1999 年出现, 市场期待欧元能在“储备”货币地位和国际贸易中与美元媲美。然而统一货币并没有成为欧洲经济实力的来源, 许多成员国家的经济反而受到负面影响。单一货币限制了各国利用货币政策消化宏观市场冲击的能力, 同时, 欧元区各国在财政方面依然各自为政。由于政府应对能力的减弱, 2008 年金融危机后, 欧洲主权债务市场陷入了欧债危机的巨大冲击, 导致以欧元为计价的

资产并不被视为避险资产。根据 SWIFT 数据，2012 年至 2019 年期间，欧元在全球支付中所占的份额从 44% 下降至 34%，下降了 10 个百分点。欧洲央行关于欧元国际角色的综合指数用于反映欧元在国际货币体系中所占的份额，该指数在 2006 年之后出现明显下降（图 5）。

图 5：欧元在国际上地位的综合指数(百分比，过去四个季度移动平均值)



资料来源：国际清算银行，国际货币基金组织，CLS 国际银行和欧洲央行的计算，摘自 2019 年欧洲央行报告，中航证券金融研究所

IMF 的报告显示，截止到 2019 年底，全球各国或地区的外汇储备以美元或美元资产规模已经达到 6.75 万亿美元，约为全球已分配外汇储备总量的 61.78%。而排名第二的欧元仅占 20.07%。这虽然与历史上超过 70% 的高峰期不能相提并论，但美元依然是全球最大的外储币种。各国央行的多元化的发展进程导致了美元储备的下降，但由于美元在国际贸易和结算中的地位，它将继续代表大部分的外汇储备。

## 二、 疫情及美联储的大幅宽松，对美元会有哪些影响？

### 2.1 疫情期间避险情绪主导美元走势

经验法则告诉我们量化宽松增加了货币的供应量，通常会降低货币价值。所以 08 年金融危机后，每一次 QE 都阶段性削弱了美元（图 6）。

图 6：美元指数随 QE 的变化



资料来源: Bloomberg, 中航证券金融研究所

最近, 美联储宣布开始实施无上限的量化宽松政策。但是, 疫情期间, 美元走势的主导逻辑是避险, 出于对避险货币的需求, 美元总体上走强。因此, 我们判断, 尽管各国采取的应对危机政策和 08 年类似, 但美元在这次 COVID19 危机中的走势会和 08 年略有不同。这次美元的发展, 很大程度上取决于疫情是否得到控制, 这在我们看到的美元近期走势中得到了印证。

由此推断, 如果 COVID19 危机恶化, 我们或将看到美元被大量买入, 汇率升高。如果情况好转, 那么随着量化宽松的影响逐渐浮现, 美元汇率或将出现下降。

## 2.2 疫情后回归基本面

除避险情绪外, 美元汇率还主要受利率、资本流动等因素的驱动。疫情发生后资本市场、大宗商品价格下跌以及由于 COVID19 而造成的全球贸易减少, 导致了美元流动性的快速下降, 这也是各国需要美联储提供流动性便利的主要原因。为了解决美元的流动性问题, 美联储将基准利率下调至零并建立了与其他主要央行的货币互换, 但这一切也为美元的下跌埋下伏笔。通常中央银行降息或量化宽松对应其货币汇率会走弱。但双边汇率也取决于两国之间的对比, 在疫情结束后, 全球经济逐步恢复, 则美国经济和货币宽松在全球的相对表现将决定美元汇率的走势, 如果美国经济衰退程度较重, 且美联储目前大幅放出的流动性不能实现有效回收, 则美元可能面临较大的贬值压力。

## 2.3 政府的态度将决定美元的走势

美元未来走势另一重要的决定因素是美国政府对自身货币贬值的态度。美元的走强意味着美国制造业更加艰难和贸易逆差进一步加大。即使在正常的经济环境下, 美国总统特朗普也屡次抱怨美元的走强。

考虑到此次刺激计划导致的政府借贷规模，以及随后必须偿还的债务。在疫情过后，美国当局并不会很快升息，且极有可能寻求美元大幅贬值以激励美国出口，并鼓励消费者用美国制造的产品代替进口产品以有效的促进最大就业和稳定价格。在近期油价暴跌的帮助下，长期宽松而导致的通货膨胀压力得到一定程度的缓解，美联储可能更希望制造出疲软的美元来帮助美国经济复苏。基于历史上美国政府无视他人异议的态度（如1972年美元和黄金脱钩），且目前特朗普政府又奉行美国优先的原则，如果疫情后美国政府想让美元走弱，那么市场将会更大概率迎来一个走弱的美元。

### 三、高昂债务或引发下一次全球危机

#### 3.1 通货膨胀的危险

美联储的数万亿美元宽松让很多人质疑最终会不会导致通货膨胀上升。影响通货膨胀的一个核心因素是货币供应量的变动，但还有一些其他重要的影响因素，包括货币的流通速度、股票市场的涨跌以及企业总体经营状况等。

08-09年次贷危机时，美国股票损失超过了50%的价值，人们的退休计划价值蒸发，失业率飙升，由于担心失去工作或者房产，民众不再花钱购买非必需品。由需求急速下降引起的瀑布效应使更多企业被迫关闭、裁员，失业率又进一步恶化，支出减少，货币流通速度急剧下降。同时，市场崩盘本身具有通货紧缩效应。除了普通的退休账户外，中产阶级以上人群的很大一部分财富来自股票市场。股票价格的下跌即代表着“财富”的摧毁。

因此，在多因素的共同作用下，08年的量化宽松并没有给美国带来恶性通货膨胀。

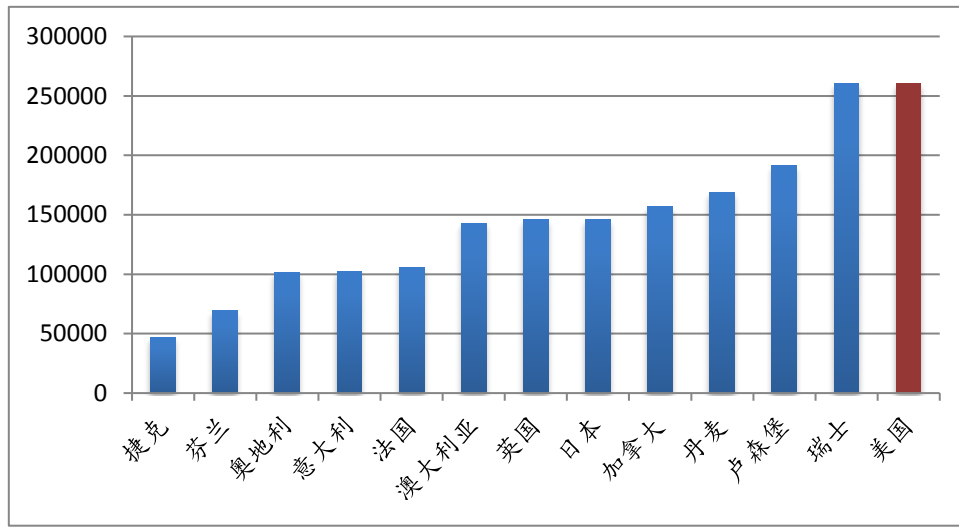
回到目前的美国：

股票市场方面，根据Gallup统计报告，2019年底，约55%的美国人持有股票，美国人的家庭金融资产平均高达26万（图7），而美国股票市场的总市值超过36万亿美元。疫情爆发后美股一度下跌超过30%，巨大的财富损失可能将带来通缩效应。

GDP：2019年美国的GDP为21.4万亿美元。而目前大多数经济学家预测美国关闭经济后，每停一个月会导致全年GDP下降5%（Makridis and Hartley, 2020）。如果按照2019年的GDP来计算，那么用于抗击大流行的前两个月的经济损失将达到4.28万亿美元（占2019年GDP的10%）。即便美国近期开始全面复工复产，经济衰退仍难以避免，注入的数万亿美元可能仍不足以让通货膨胀率保持在合理水平。

图7：各国平均的家庭金融资产（美元/人均）





资料来源：OECD 2019 年统计报告、中航证券金融研究所

根据 4 月 28 日美国官方公布数据，第一季度 GDP 年率已下降 4.8%，而美国是三月中才开始采取强力措施遏制新冠病毒疫情的，4 月步入全面停工停产的，因此，二季度经济衰退幅度将进一步提高。

目前美国的经济疲软意味着美国的商品价格不会很快出现上涨的压力。即使 COVID19 危机过去，短期内失业和收入下滑的影响将继续导致消费者需求保持低迷。

因此，受制于需求端的萎缩，央行资产负债表规模的增加预计在短期内不会造成严重的通货膨胀，能源需求和价格的急剧下降有望压低通货膨胀的中枢。但如果中长期内，美国经济产出增长持续疲弱，而美联储超常规宽松的货币政策不能有效退出，依然需要警惕经济体滞胀的风险。

### 3.2 高昂私营部门债务或诱发全球经济危机

危机过去后，因经济刺激而累积的债务将保留在各国政府、企业及居民的资产负债表上，而债务负担的提升将成为未来较长时间内经济增长的负担和金融风险的来源。

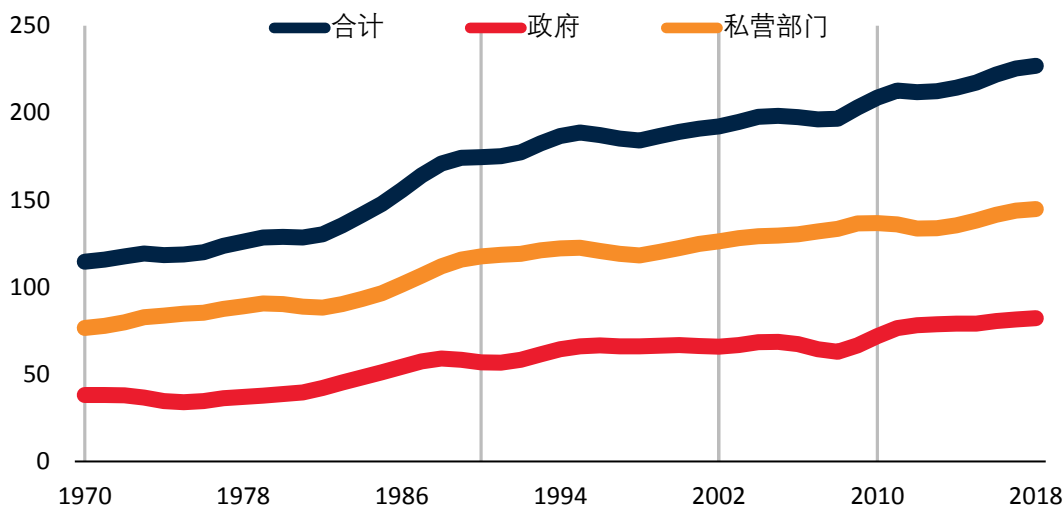
马里兰大学国际经济中心主任雷因哈特 (Reinhart) 与哈佛大学经济学教授肯尼斯·S (Kenneth S) 合著的《从金融危机到债务危机》一文基于历史分析，研究了国际金融危机之间的异同。这项工作的目的是发现经济衰退的周期性模式。文章着重指出，过多的债务，特别是商业和消费者债务，可能对国民经济造成极大伤害。其中主要包括：

- 1) 限制国家长期增长潜力：国家债务在超出某个阈值后(超过 GDP 的 90%)，人均实际 GDP 增长和债务将呈现成负相关性；
- 2) 减弱国家经济对抗冲击的能力。例如，2009 年希腊爆发债务危机，其外债占 GDP 比例超过 175%。

#### 目前美国和世界的债务情况：

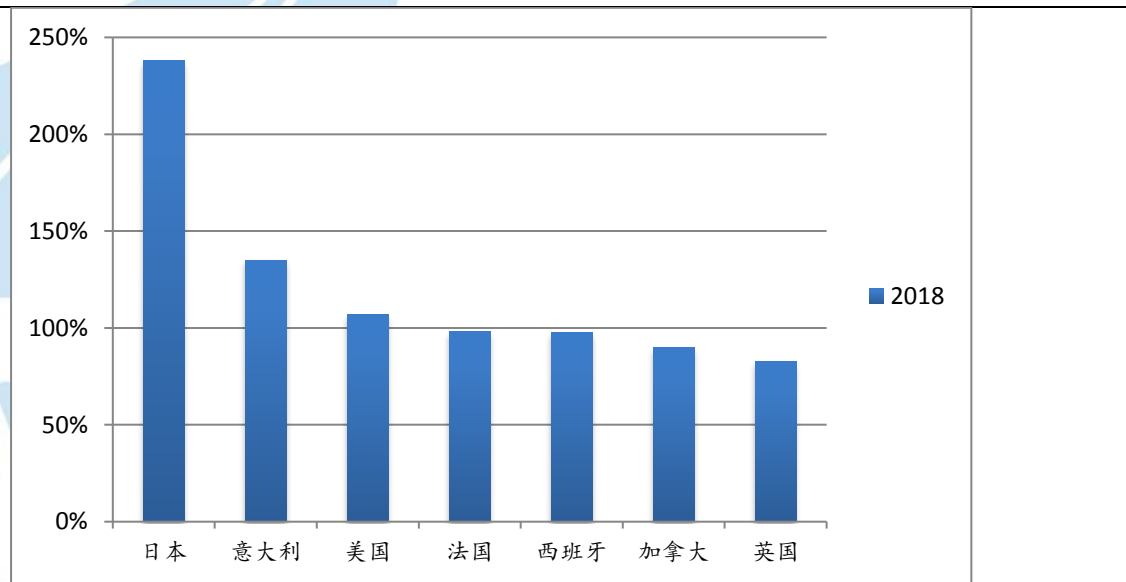
2008 年金融危机过去的 10 几年里，全球债务比率呈上升趋势 (图 8)，大多数发达国家的债务和 GDP 比率超过了 80% (图 9)。

图 8：2018 年世界总体债务/GDP (%)：



资料来源：国际货币基金组织 (IMF) 数据、中航证券金融研究所

图 9：各国债务和 GDP 比率



资料来源：国际货币基金组织 (IMF) 数据库、中航证券金融研究所

目前各发达国家已针对疫情造成的破坏采取了各种积极的财政和货币措施。然而，这些政策行动会带来长期风险：一是功能失调的货币政策——这是金融危机的原罪，二是加剧了目前全球经济所面临的债务负担危险

根据4月初美国财政部的数据，美国的公共债务已经超过24万亿美元，超过美国2019年名义GDP的21.4万亿美元。而今年为应对新冠疫情，美国的赤字将激增至历史高位。联邦预算委员会预计美国2020年总体预算赤字将超过3.8万亿美元，2021年料为2.1万亿美元，并警告说，债务和赤字的预测可能是保守的。未来为了支持受疫情危害的工人和公司，可能还需要更多的刺激措施。4月10日，美国政府宣布已经用光3490亿美元的美国小企业救助贷款计划，随后于24日，特朗普又签署了一项总额约4840亿美元的应对新冠疫情援助法案，以增加对小企业贷款项目、医院和新冠病毒检测机构的拨款。

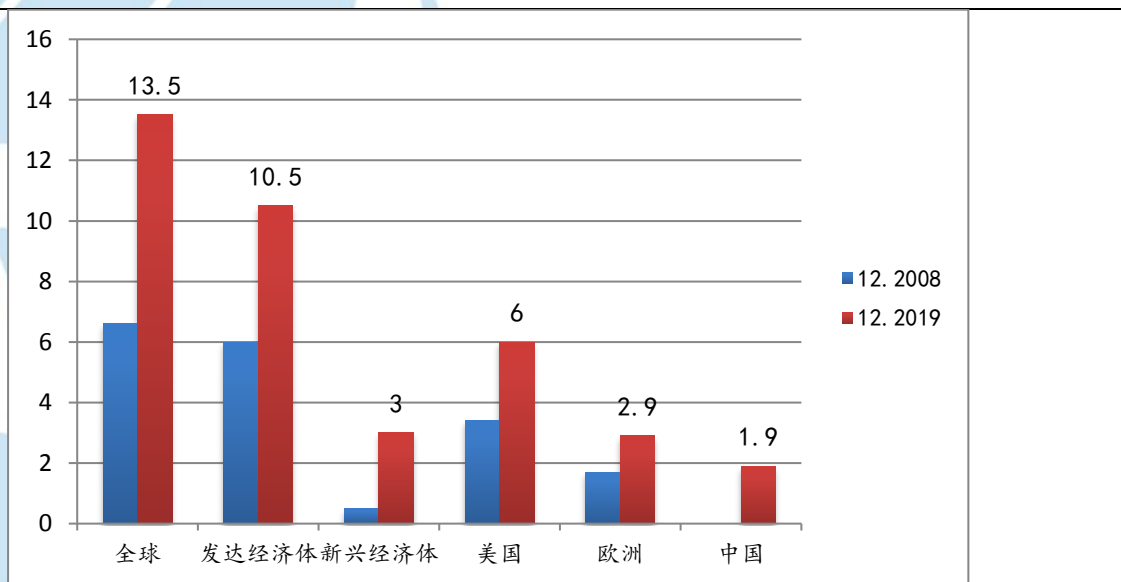
欧洲方面，信用评级机构标准普尔全球(S&P Global)在4月15日估计，英国的经济刺激措施将使该国今年的债务与GDP比率超过90%。高盛(Goldman Sachs)3月24日预测，意大利的债务与GDP的比率在今年将升至161%，法国和西班牙的可比指标将略高于100%。

将今天的债务情况与08年金融危机之前的时期进行比较，我们发现其中一个重要区别是，这一次的私营部门债务中比例最大的不是抵押贷款，而是公司债券。根据OECD的报告，到2019年12月底，全球非金融公司债券的存量达到历史新高的13.5万亿美元(图10)，是2008年12月的两倍。

而相比于之前的信贷周期，公司债券整体信用质量更低，期限更长，违约保护也更差。因此对货币政策的变化会更加敏感。如果投资者信心下降或利率从今天的极低水平上升，债务压力将显著上升并可能带动违约率上行。本次公司债券方面的风险可能比次贷危机时期更大。

根据近期国际清算银行(BIS)数据显示，S&P BBB-和Fitch Baa3级别的债务明显增加，欧洲已从2000年的约14%上升至约45%，而美国则从29%上升至36%。而在经济低迷时期，BBB债券中投资级别最低的类别可能最终会被降级，加大企业破产风险，恶化经济形势。

**图 10: 非金融公司发行的公司债券的未偿还总额 (万亿美元)**



资料来源: 经合组织(OECD)资本市场数据库、中航证券金融研究所

### 3.3 美国或面临信用降级风险

自 2008 年金融危机以来，由于利率处于历史低位，美国公司向投资者发行的债券数量创下历史新高。越来越多的债务被用于承担金融风险（为分红、股票回购以及并购提供资金）和高投机级债务。根据国际货币基金组织（IMF）的数据，冠状病毒爆发前，美国非金融公司银行债务已攀升至新高，占 GDP 的 74%。

因此，美国近期的信贷计划旨在缓解信用市场风险，为中小企业和家庭提供信贷支持，缓解就业压力。其中包括：

- 美联储将购买信用债的范围扩大至 BB-/Ba3
- 推出信贷融资工具（MSNLF 和 MSELF），通过直接在一级和二级市场购买公司债券、ETF 等方式，直接向企业提供贷款。
- 降低了对银行监管资本以及流动性资本的要求，鼓励银行运用这部分额外的资金进行放贷。
- 通过重启定期资产支持证券贷款工具（TALF），持向家庭、消费者和小企业发放贷款，包括学生贷款、汽车贷款、信用卡贷款和小企业管理局担保的贷款。
- 通过恢复商业票据融资便利机制（CPFF），让企业的短期无担保债券得以流动，维持日常运作资金。

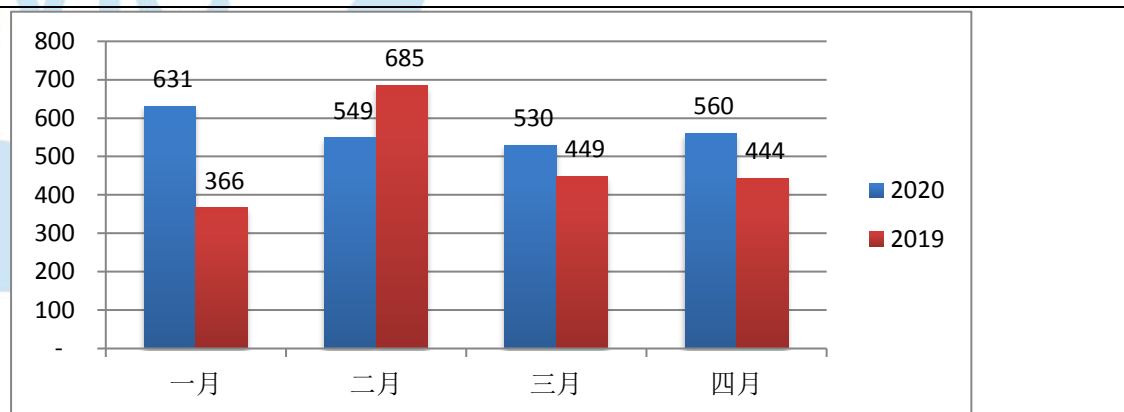
由此可见，为了防范信用市场爆发违约风险，当前美联储的资产负债表开始充斥商业票据、ABS、企业债券、ETF 等高风险低质量、高波动低流动性的资产。若实体经济因疫情遭遇重创导致上述高风险资产大跌，势必引发金融机构对美联储资产负债表里巨额信贷资产质量恶化的担忧，诱发新的金融市场动荡。一旦信用降级，面对增加的借贷成本，美国政府会更加倾向于依赖疲软的货币来稳定经济。

面对疫情蔓延和油价大幅度下跌的双重打击，尽管美国已经采取了一系列的救市政策来避免大规模的企业破产，但最近一季度的失业救济人员统计已远远超出了经济学家的预期，美国 4 月失业率已攀升至 14.7%。

如果市场和经济形势继续恶化，一些公司可能无力偿还债务，高杠杆公司将面临破产风险。根据四月份美国破产协会的统计，美国各州申请破产的公司数量比去年同期增长 26%（图 11）。

另一方面，为了对抗 COVID19 而采用的“零利率”等刺激政策，也将会使那些效率较低、本无法存活的企业存活下来，这可能导致资本分配错误加剧，从而延缓经济的出清，降低经济运行效率。

图 11：美国 2020 年和 2019 年统计的破产公司总数对比



资料来源：美国破产协会统计、中航证券金融研究所

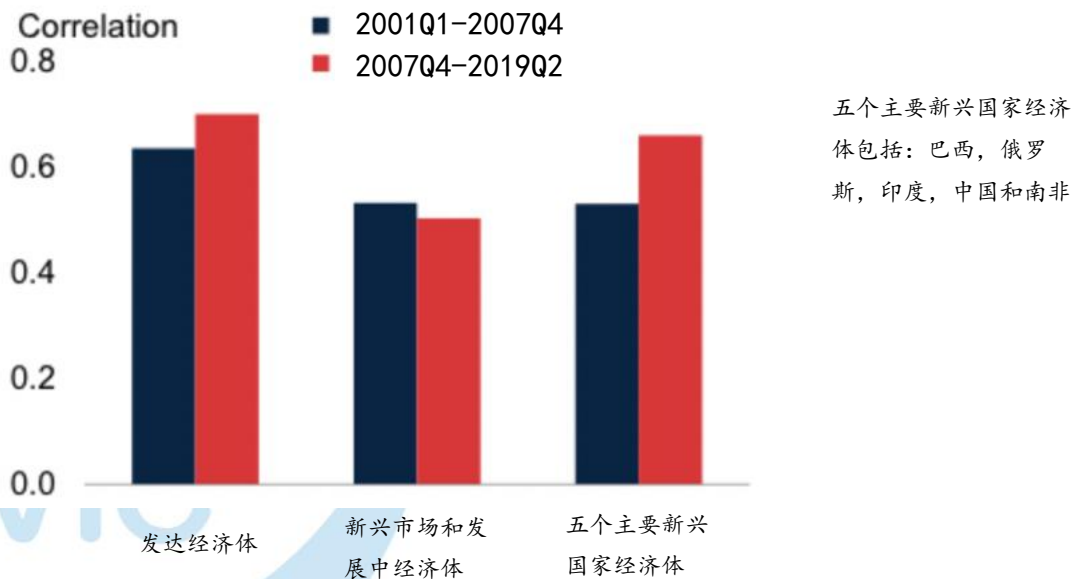
综上所述，虽然我们并不认为美国会因为此次 COVID19 的行动而在短期内陷入大规模通货膨胀，但有一点是可以确定的：为了应对危机，当前联邦储备系统的资产负债表开始充斥商业票据、ABS、企业债券、ETF 等高风险低质量、高波动低流动性的资产，而联储资产质量的下降在令市场对美元信心下降的同时，也会导致华盛顿政府更倾向于追求美元的疲软来解决本国的经济问题。这一全球最稳定货币当前自身风险敞口开始加大，为未来可能出现的危机埋下伏笔。同时，质量不断下降的大量公司债务的积累会加剧下一次的衰退。

### 3.4 美国 and 全球商业周期的同步将使美国信用危机蔓延全球

Kose 和 Terrones (2015) 研究表明，全球经济自 1960 年以来一共经历过四次衰退（1975、1982、1991 和 2009），衰退是由许多地方的许多问题所驱动的，但它们大都与美国的严重衰退相重叠。美国，其他发达经济体（AEs）以及新兴市场和发展中经济体（EMDEs）的商业周期高度同步（见图 12，13）

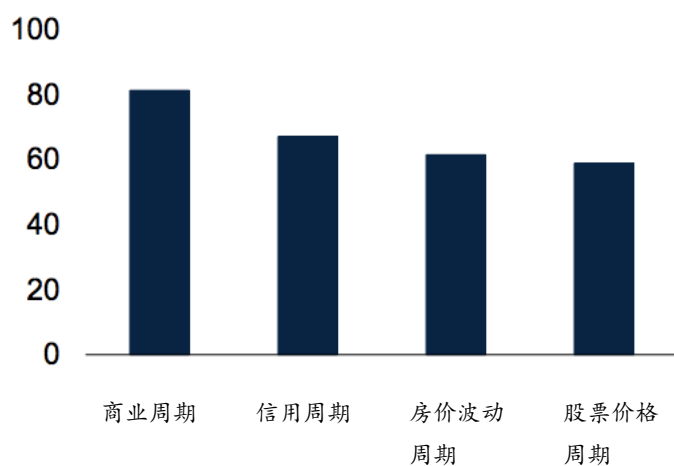
美国对全球经济的影响无疑是巨大的，而公司债务激增问题不单单只存在于美国，也是大多数经济体都面临的难题。这是上次全球金融危机尚未解决的遗留问题。各主要经济体央行已经几乎用光了所有的子弹，利率已经下调到零甚至负利率，各国债务已经达到空前规模。一旦美国因大规模的企业倒闭潮引发债务危机，对全球的影响可能是灾难性的。

图 12：美国商业周期和其他经济体的相关系数



资料来源：世界银行文献、中航证券金融研究所

图 13：其他经济体与美国商业，信用周期，房价波动周期和股票价格周期的强相关性（2001-2019Q2）（%）



资料来源：世界银行文献、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：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。

我们设定的行业投资评级如下：

- 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。

## 分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，金融学博士、博士后，中航证券金融研究所所长。  
符畅，SAC 执业证书号：S0640514070001，高级宏观分析师，经济学硕士。

## 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效。

### 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，中航证券不对因使用此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员个人的不同设想、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。