中航证券研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师 成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
证券分析师　符旸
证券执业证书号：S0640514070001
电话：010-59562525
邮箱：chengg@avicsec.com

金融市场分析周报：通胀数据超预期，资金面宽松背景下，债市延续低幅波动状态（2021.04.06-2021.04.09）

摘要

- **CPI/PPI：CPI 再次由负转正，PPI 大幅升高，后续或延续上行趋势。**3 月 CPI 和 PPI 超预期，非食品价格上涨及低基数拉动 CPI 同比由负转正，大宗商品价格持续高位运行导致 PPI 同比大幅上涨，输入型通胀十分明显。后续看，CPI 和 PPI 或将保持当前上升态势，海外经济延续复苏将继续推高 PPI，短期仍处于筑顶过程中，CPI 在需求缓慢改善下预计温和上涨。

- **央行的公开市场操作及资金面：本周逆回购净回笼 100 亿元，资金面延续宽松，关注后两周税期临近对于资金市场的影响。**本周央行公开市场累计进行了 400 亿元逆回购操作，本周共有 500 亿元逆回购到期，因此本周净回笼 100 亿元。本周资金面维持宽松，随着跨季结束隔夜至 21d 资金利率均有不同程度的下调。本周公开市场操作净回笼不代表央行货币政策出现转向。下周随着 4 月份税期临近资金面可能产生一定波动。

- **利率债：4 月份是重要的观测窗口期，建议投资者关注央行对资金缺口的对冲力度以及政治局会议对货币政策说法是否会有调整。**4 月是一个关键时间点，一方面地方债供给和基本面的数据将对无风险利率的产生新的边际定价，与此同时本月中央政治局会议是对政策调整节奏变化的重要观察窗口，从而牵引长端利率债的走势，若 4 月资金面没有如期明显收紧，则可能迎来长债收益率的一波明显的下行，但是由于通胀及供给因素短期仍未消除，所以预计即使下行，其空间也相对有限。

- **可转债：权益市场震荡下行，转债市场与权益市场趋势基本一致，但全周录得上涨行情，抗跌性继续凸显，关注顺周期、疫情退出的交易逻辑、制造业修复、绩优个券等。**本周权益市场震荡下行，可转债市场整体趋势与权益市场基本一致，但全周录得上涨行情，抗跌性继续凸显。预计 4 月权益市场情绪将持续修复，转债市场仍旧高度分化，后续方向有所调整，建议关注顺周期、疫情退出的交易逻辑、制造业修复、绩优个券等。

- **权益市场：“顺周期”进入业绩兑现期，谨防追高被套关注军工、消费服务、优势制造等高景气板块。**本周市场单边下跌，结束上周的超跌反弹，重回空头排列，季报预告成为市场中新的主要矛盾。一季报“顺周期”业绩亮眼，业绩窗口期下市场大概率不会变盘；二季度制造业大概率强势反弹，重点关注制造业；服务业升至较高景气水平，企业预期持续向好，关注消费服务业复苏主线；PPI 超预期上行、CPI 相对温和，货币政策预计继续温和调整，对长久期资产保持谨慎。展望后市，中期无指数性行情，短期大盘预计在 3328 至 3478 点箱体弱势震荡。策略方面，持续关注经济复苏主线、全年业绩加速向好且性价比较高的优质成长股、业绩反转的绩优公司。行业配置上，建议关注高景气军工产业链以及受益于复苏预期的消费服务业以及外需导向的优势制造等高景气板块。

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布 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

- **黄金：美元指数疲软、美联储保持宽松政策，推动金价止跌反弹，但经济状况整体改善也抑制金价涨幅。**本周金价上涨十分有限，一方面即使美联储宣称保持宽松政策不变，美元指数上涨仍显露出一定疲态，使得金价结束两连跌转而上涨，另一方面美国公布的经济数据的强劲以及不断创新高的美股也阻碍了金价的上涨。短期内美债收益率将继续震荡上行，仍对金价形成压制。

- **原油：疫情反弹抑制原油需求前景，叠加供给预期增加，油价再次转头下跌。**油价在上周上涨后，本周继续下行，全球疫情再度反弹、OPEC+产油国及伊朗等国供给预期增加是导致油价下跌的主要原因。近期一段时间内疫情仍紧张，预计油价将窄幅震荡，但中长期，全球经济复苏趋势不变，货币政策环境宽松，有助于提振市场信心，油价上涨动力仍存。

- **黑色产业链：需求旺盛、供给受环保政策限产下，黑色系价格保持坚挺。**供需改善继续推动螺纹钢价格上涨，后续看，地产销售保持强势以及专项债资金逐步下发背景下，维持需求继续向好的判断，不排除钢价有进一步走强的空间。双焦市场供需均有减弱迹象，但下游行业需求仍存，以及环保和“碳中和”导致限产环境下，双焦期价或相对坚挺。

- **人民币兑美元汇率分析：美联储 3 月份会议纪要公布，整体言论维持鸽派，美元指数小幅回落，人民币兑美元走强。** 3 月份美国 ISM 非制造业 PMI 高于预期；贸易逆差仍处于高位； PPI 同比大幅高于预期。本周美联储 3 月份 FOMC 会议纪要公布，整体言论维持鸽派。同时美联储主席鲍威尔本周表示价格上涨是暂时性的，长期对通胀影响有限。本周美国国债收益率有所回落。美元指数小幅下跌，人民币兑美元汇率略微走强。

风险提示：货币政策超预期收紧 信用风险集中爆发

目录

一、 本周重点经济数据分析 4
1.1 CPI/PPI 数据 4
1.2 每周要闻 5
二、 固定收益市场分析 6
2.1 资金面分析 6
2.2 利率债走势分析 8
2.3 存单与信用债分析 9
2.4 可转债分析 11
三、 主要资产价格分析 12
3.1 权益市场分析 12
3.2 黄金市场分析 15
3.3 原油市场分析 16
3.4 黑色产业链分析 17
3.5 人民币兑美元汇率分析 18

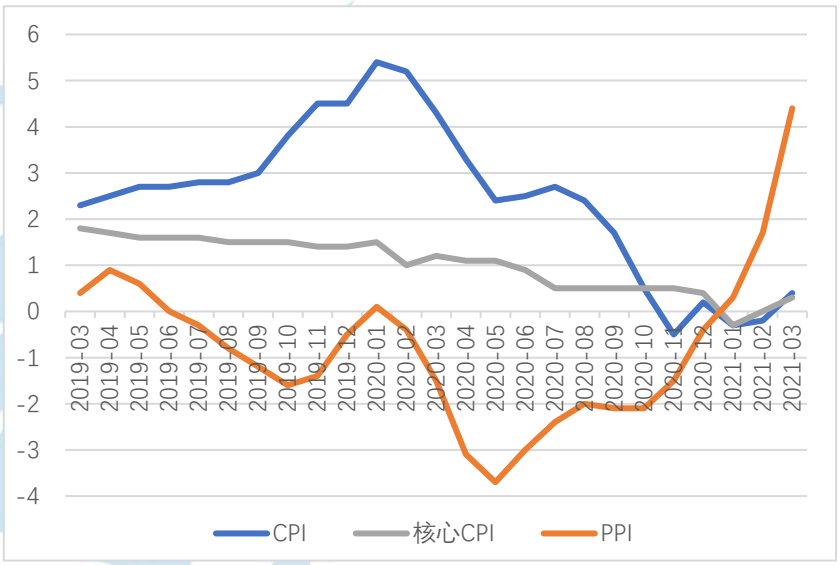
一、 本周重点经济数据分析

1.1 CPI 再次由负转正，PPI 大幅升高，后续或将延续上行趋势

3 月 CPI 和 PPI 同比表现超出市场预期，随着需求延续恢复，非食品价格上涨及低基数导致 CPI 同比由负转正，大宗商品价格持续高位运行推动 PPI 同比大幅上涨，输入型通胀明显。国家统计局 4 月 9 日发布的数据显示，3 月居民消费价格指数（CPI）同比上涨 0.4%，较 2 月提高 0.6 个百分点；扣除食品和能源价格的核心 CPI 由上月持平转为上涨 0.3%，表明需求继续恢复。3 月工业生产价格指数（PPI）同比上涨 4.4%，较 2 月大幅提升 2.7 个百分点，创下 2018 年 7 月以来最高，PPI 从去年 5 月创低点后连续升高。

后续看，CPI 和 PPI 同比或将延续当前上升态势。一方面，国内主要面临结构性的输入型通胀，海外经济延续复苏，国际宽松政策至少要延续到明年，将继续推高 PPI，短期内还处于筑顶过程中。但另一方面，PPI 高涨大概率不会传导至 CPI，近几年历史数据显示两者之间几乎没有传导性，PPI 具有较强周期性，而 CPI 却十分平稳，后续 CPI 有望保持升势，主要依据是国内消费继续恢复、服务业重启加速以及低基数效应仍在。

图 1：3 月 CPI 和 PPI 同比表现超市场预期（%）

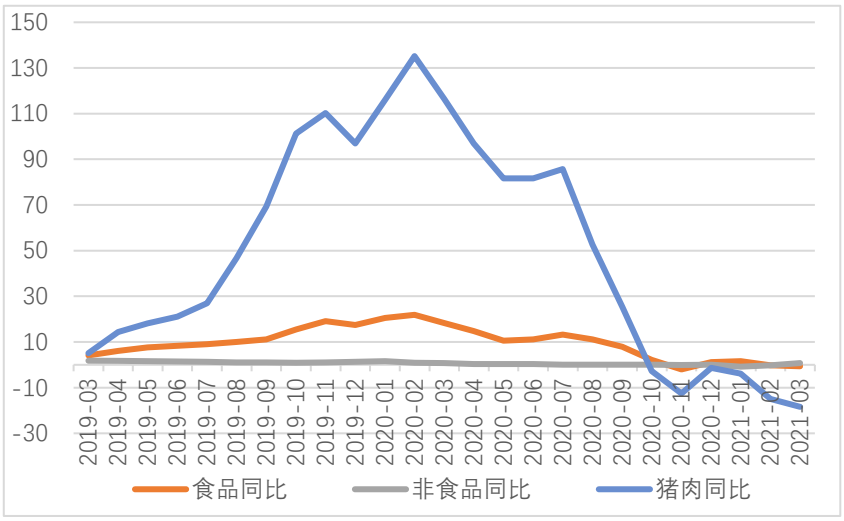


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

CPI 同比由降转涨，主要来自翘尾负向影响大幅减弱和非食品涨价以及去年的低基数。3 月翘尾因素对 CPI 同比的负向影响大幅减弱，测算后的 3 月 CPI0.4%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.6 个百分点，较上月收窄 1.2 个百分点。节后需求季节性回落、菜肉供给增加、疫情防控放松拉动线下消费等多因素导致食品价格与非食品价格走势背离，3 月同比分别为下降 0.7%和上涨 0.7%。具体看，食品价格在春节后大幅回落，猪肉价格同比下降 18.4%，降幅扩大 3.5 个百分点；非食品价格的工业消费品价格同比上涨 1%，为一年多来首次，主要是国际原油价格上涨带动汽油和柴油价格同比分别上涨 11.9%和 12.8%。

环比看，节后食品需求出现季节性回落，CPI 下降 0.5%，较上月下降 1.1 个百分点，其中食品价格由上月上涨 1.6%转为下降 3.6%。由于天气转暖，鲜菜大量上市，价格由上涨 1.8%转为下降 14.5%。生猪生产持续恢复，猪肉价格下降 10.9%，降幅扩大 7.8 个百分点。非食品价格环比则上涨 0.2%，涨幅回落 0.2 个百分点。

图 2：非食品价格上涨及低基数影响下，CPI 同比由降转涨（%）

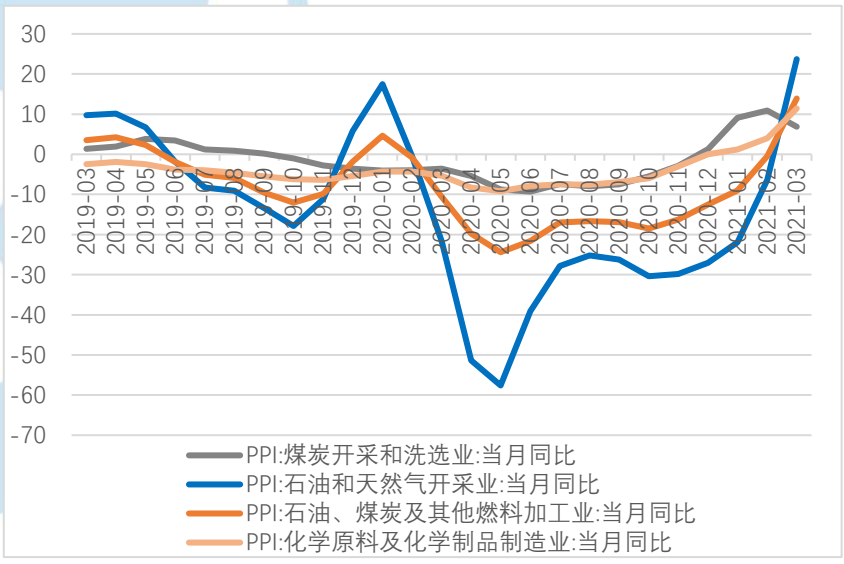


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

国际大宗商品价格持续高位运行，拉动 PPI 同比涨幅继续扩大，结构化通胀明显，有色钢铁化工等行业涨幅明显。3 月 PPI 同比提高至 4.4%，较上月大幅提升 2.7 个百分点。涨幅较大的有黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品制造业，同比涨幅分别达 21.5%、21.3%、11.4%。石油和天然气开采业，石油、煤炭及其他燃料加工业，电气机械和器材制造业，煤炭开采和洗选业价格也由降转涨。

从环比看，PPI 上涨 1.6%，涨幅扩大 0.8 个百分点。国际原油价格持续上行，带动国内石油相关行业价格涨幅扩大，石油和天然气开采业，石油、煤炭及其他燃料加工业分别上涨 9.8%、5.7%。受进口铁矿石价格上涨、国内工业生产加快等因素影响，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 4.7%，涨幅扩大 2.4 个百分点。

图 3：大宗商品价格高位运行，有色化工等行业涨幅明显（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.2 每周要闻

1、阿里巴巴被罚 182.28 亿，祸起实施“二选一”垄断行为

4 月 10 日，国家市场监督管理总局依法对阿里巴巴集团实施“二选一”垄断行为作出行政处罚，责令其停止违法行为，并处以其 2019 年销售额 4%计 182.28 亿元罚款。

2020 年 12 月，市场监管总局依据《反垄断法》对阿里巴巴集团控股有限公司在中国境内网络零售平台服务市场滥用市场支配地位行为立案调查。经查，阿里巴巴集团在中国境内网络零售平台服务市场具有支配地位。自 2015 年以来，阿里巴巴集团滥用该市场支配地位，对平台内商家提出“二选一”要求，禁止平台内商家在其他竞争性平台开店或参加促销活动，并借助市场力量、平台规则和数据、算法等技术手段，采取多种奖惩措施保障“二选一”要求执行，维持、增强自身市场力量，获取不正当竞争优势。调查表明，阿里巴巴集团实施“二选一”行为排除、限制了中国境内网络零售平台服务市场的竞争，妨碍了商品服务和资源要素自由流通，影响了平台经济创新发展，侵害了平台内商家的合法权益，损害了消费者利益，构成《反垄断法》第十七条第一款第（四）项禁止“没有正当理由，限定交易相对人只能与其进行交易”的滥用市场支配地位行为。

当天，阿里巴巴发布公告称，“今天，我们收到《国家市场监督管理总局行政处罚决定书》，对此处罚，我们诚恳接受，坚决服从。我们将强化依法经营，进一步加强合规体系建设，立足创新发展，更好履行社会责任。”

2、深圳交易所主板与中小板合并

4 月 6 日，深市主板和中小板正式合并，形成由主板、创业板构成的市场新格局。两板合并后，深市主板上市公司数将占 A 股的 35%。深市自此开启主板与创业板各有侧重、相互补充的发展格局。两板合并的总体安排是“两个统一、四个不变”。“两个统一”指统一主板与中小板的业务规则，统一运行监管模式。“四个不变”指板块合并后发行上市条件不变、投资者门槛不变、交易机制不变、证券代码及简称不变。在两板合并业务规则整合过程中，深交所对交易规则、融资融券交易实施细则、高送转指引等 7 件规则进行了适应性修订，并废止 2 件通知，主要涉及删除中小板相关表述、统一高送转定义、调整相关交易指标计算基准指数、取消持续督导专员制度等。未来，在深市主板上市将获得以下四方面助力：更具企业品牌形象、更具行业集群效应、更有效的持续监管、更全面的融资服务。

3、“十四五”期间中国将进一步完善现代税收制度

在日前召开的国新办新闻发布会上，财政部有关负责人介绍，“十四五”期间，中国将进一步完善现代税收制度，健全地方税、直接税体系，优化税制结构，建立健全有利于高质量发展、社会公平、市场统一的税收制度体系。

一是健全地方税体系，培育地方税源。完善地方税税制，合理配置地方税权，理顺税费关系，按照中央与地方收入划分改革方案，后移消费税征收环节并稳步下划地方，结合消费税立法统筹研究推进改革。在中央统一立法和税种开征权的前提下，通过立法授权，适当扩大省级税收管理权限。统筹推进非税收入改革。

二是健全直接税体系，逐步提高直接税比重。健全以所得税和财产税为主体的直接税体系，逐步提高其占税收收入的比重，有效发挥直接税筹集财政收入、调节收入分配和稳定宏观经济的作用，夯实社会治理基础。进一步完善综合与分类相结合的个人所得税制度。积极稳妥推进房地产税立法和改革。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：本周逆回购净回笼 100 亿元，资金面延续宽松，关注后两周税期临近对于资金市场的影响

1）央行的公开市场操作：本周净回笼 100 亿元

本周央行公开市场累计进行了 400 亿元逆回购操作，本周共有 500 亿元逆回购到期，因此本周净回笼 100 亿元。下周（4 月 12 日至 4 月 16 日）央行公开市场将有 400 亿元逆回购到期，其中周二至周五各到期 100 亿元。下周四（4 月 15 日）将有 1000 亿元一年期 MLF 到期。

表 1：本周公开市场操作（亿元）

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	-100	-100	-100	-100	-100
7 天	0	100	100	100	100
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）365D	0	0	0	0	0
MLF（回笼）365D	0	0	0	0	0
央行票据 3 个月	0	0	0	0	0
国库现金定存	0	0	0	0	0
净投放	-100	0	0	0	0

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

资金面的复盘：本周资金面维持宽松。央行本周逆回购净回笼 100 亿元，但对货币市场影响有限。四月份以来，央行仍持续进行 100 亿元 7d 逆回购操作。资金面整体继续维持宽松态势。随着跨季结束隔夜至 21d 资金利率均有不同程度的下调。银行间回购利率 R001 加权平均小幅升至 1.8128%、R007 加权平均降至 1.9272%；交易所回购利率 GC001 和 GC007 加权平均降至 1.7490%、1.8930%。

表 2：本周货币市场利率（%）

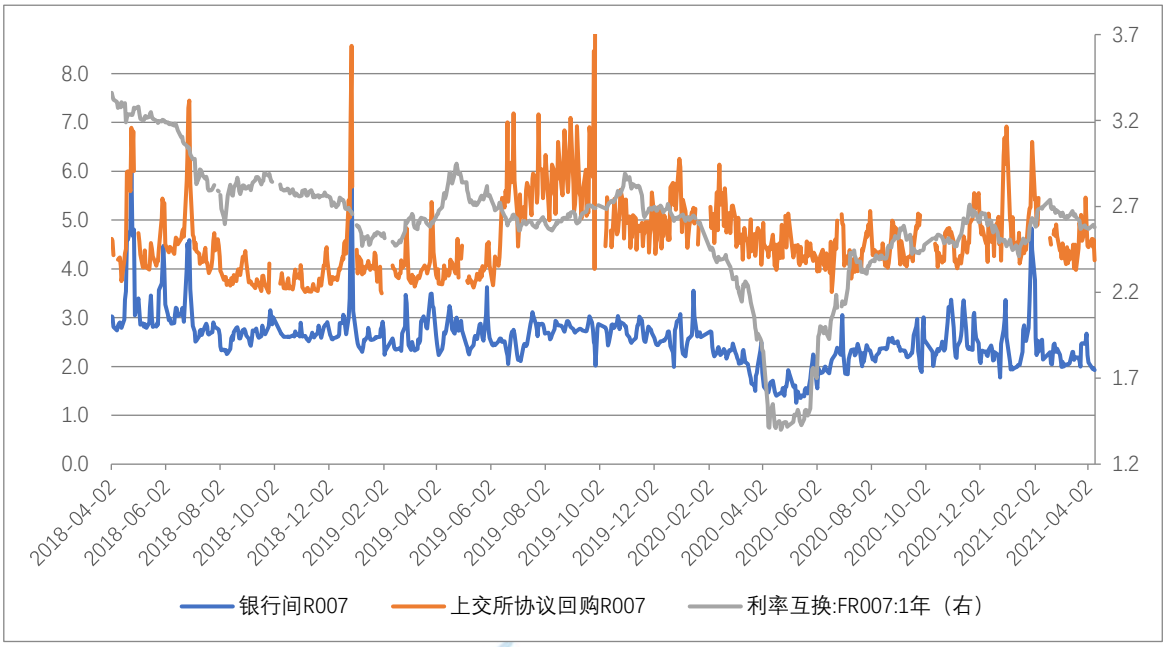
市场	代码		周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001			1.8081	1.8531	1.7882	1.8128
	R007			1.9693	1.9476	1.9629	1.9272
	R014			2.2540	2.1647	2.2297	2.2573
	R021			2.4502	2.5239	2.7755	2.6204
	R1M			2.4462	2.3348	2.5204	2.5641
上交所协议回购	206001			4.4500	4.5200	4.5990	4.1770
	206007			4.6140	4.4530	4.6030	4.1770
	206014			4.8020	4.9140	4.5060	4.9170
	206021			5.0950	6.1490	6.1420	5.8510
	206030			5.8600	6.1780	5.8190	5.9640
利率互换定盘：1Y	FR007			2.5851	2.5919	2.5922	2.5775

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）资金面的展望：下周公开市场操作到期有限，关注 4 月份税期临近对于资金面的影响

本周虽然央行公开市场操作净回笼 100 亿元，但其原因主要为清明假期导致本周工作日仅有 4 天所致，本周公开市场净回笼对于资金面影响不大，也不代表央行货币政策出现了转向。央行在 4 月 1 日的国新办发布会上称：货币政策要稳字当头，保持定力，珍惜正常的货币政策空间。仍持续释放稳定信号。下周随着 4 月份税期临近资金面可能产生一定波动，重点关注下周资金价格变动以及央行操作是否会相应调整。

图 4：本周资金面维持宽松（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析：4 月是重要的观测窗口期，关注央行对资金缺口对冲力度及政治局会议相关表述

1）利率债走势复盘：资金面延续宽松，债市缺乏主线，维持低幅波动状态

本周，长债收益率依然保持小幅波动的状态，具体来看，周二，央行开展了 100 亿元 7 天期逆回购，当日叠加昨日一共到期 200 亿，净回笼 100 亿，资金面延续宽松，美国 3 月非农数据公布，增幅远超预期，受此影响昨日美国三大股指全线收涨，标普与纳指再创历史新高；10 年美债收益率今日低开高走，小幅上行至 1.713%附近，国内长债收益率小幅上行；周三，央行重新回到零投放的状态，资金面延续宽松，但是国内大宗商品强势上涨，给债市带来一定压力，长债收益率继续小幅的上行；周四，央行继续零投放，零回笼，资金面依旧宽松，债市消息面平静，长债收益率小幅下行；周五，央行继续零投放，零回笼，资金面依旧宽松，当日通胀数据公布，CPI 同比转正，PPI 突破 4%，略超市场预期，前一晚间，金融委会议也提到关注大宗商品价格走势，债市对此反应较平淡，当日长债收益率依旧窄幅波动。全周，10 年国债活跃券 200016 累计上行 1.15bp，10 年国开活跃券 200215 累计收平。

图 5：本周 10 年期国债收益率小幅上行（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）利率债展望：市场担忧 4 月资金面，5 月债券供给压力以及通胀而缺乏做多动能，4 月是重要观测窗口

近期市场保持在低幅度波动的状态，虽然资金面的持续宽松，但是利率债始终难以有明确的方向，市场的担忧主要集中在 4 月资金面、通胀压力以及利率债供给几个方面。1. 4 月资金面：今年 1 月缴税时点资金面的骤然收紧，而 4 月是继 1 月以来在一个缴税高峰期，并且 2017 年和 2018 年的 4 月都曾出现极端紧张的情形，因此 4 月资金面的变化是投资者最大的担忧；2. 通胀：当前推升通胀的几大因素，货币膨胀、成本拉动、需求拉动短期仍难以回落，因此通胀急需上升仍是大概率事件，从 CRB 商品价格指数观察，价格水平已由 2020 年低点恢复至 2019 年水平，由于惯性或将再进一步提升；3. 利率债供给压力：随着二季度伊始地方债供给的上升，市场对二季度供给压力的关注也明显上升。从净供给的角度看，二季度政府债供给确实会较一季度出现明显增加，但由于 4 月到期规模较大，因此 4 月政府债净供给压力相对可控，二季度供给高峰大概率将在 5 月到来。

4 月份是重要的观测窗口期，建议投资者关注央行对资金缺口的对冲力度以及政治局会议对货币政策说法是否会有调整。4 月是一个关键时间点，一方面地方债供给和基本面的数据将对无风险利率的产生新的边际定价，与此同时本月中央政治局会议是对政策调整节奏变化的重要观察窗口，从而牵引长端利率债的走势，若 4 月资金面没有如期明显收紧，则可能迎来长债收益率的一波明显的下行，但是由于通胀及供给因素短期仍未消除，所以预计即使下行，其空间也有限。

2.3 存单与信用债分析：信用债配置热情较高，一二级收益率继续下行

1）一级市场发行：存单发行量和净融资额大幅增长，信用债净融资额由负转正

同业存单方面，本周同业存单发行量约 4,541.80 亿元，较上周环比增长 66.87%，到期量约 2,625.90 亿元，环比增长 48.36%，净融资额 1,915.90 亿元，环比增长 101.31%。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 8.65bp 报 2.4045%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 12.29bp 报 2.6539%，6M 期存单平均发行利率较上周上行 6.6bp 报 2.9244%，9M 存单平均发行利率较上周上行 0.83bp 报 2.9565%。

信用债方面，一级市场信用债净融资额由负转正。本周非金融企业短融、中票、企业债和公司债合计发行约 1,908.89 亿元，较上周小幅下降 4.63%，到期量约 1,746.34 亿元，环比下降 16.91%，净融资额为 162.55 亿元。

2） 二级市场走势及信用利差：信用债收益率多数下行，短端涨跌互现、中长端小幅下行

信用债二级市场方面，除 AA 级 1 年期、AA+级 1 年期信用债收益率上行 1.43bp 外，其余各评级和各期限信用债收益率均呈下行，其中 AAA 级 3 年期（-3.72bp）、AA 级 5 年期（-3.64bp）收益率下行幅度较大。

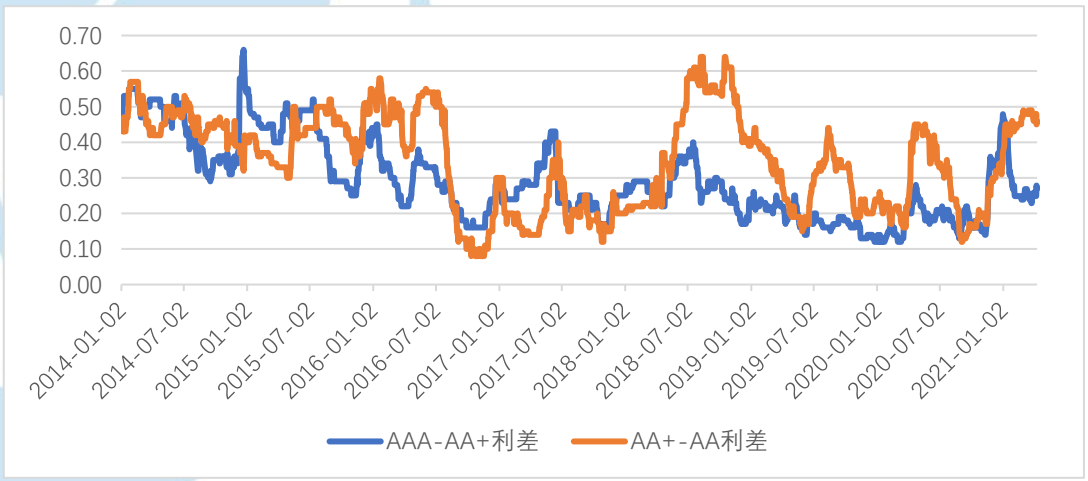
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

信用债种类	当前利率（%）	2013 年以来分位数（%）	较上周变动（BP）
信用债(AAA):1 年	3.026	17.90%	-0.58
信用债(AAA):3 年	3.560	26.20%	-3.72
信用债(AAA):5 年	3.759	21.30%	-1.64
信用债(AA+):1 年	3.225	16.50%	1.43
信用债(AA+):3 年	3.829	28.00%	-1.72
信用债(AA+):5 年	4.099	23.10%	-2.64
信用债(AA):1 年	3.585	26.10%	1.43
信用债(AA):3 年	4.289	34.10%	-2.72
信用债(AA):5 年	4.589	25.70%	-3.64

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

评级利差方面，本周 AAA 与 AA+之间利差较上周走阔 2bp 至 27bp，AA+和 AA 之间的利差与上周基本持平，为 46bp。

图 6：各评级信用利差变动（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

行业利差方面，城投债信用利差持续压缩，较上周收窄 1.95bp，处于 2013 年以来的 28%历史分位数水平；产业债中多数行业利差走阔，汽车（+18.69bp）、计算机（+11.33bp）、食品饮料（+9.50bp）、纺织服装（+6.18bp）和商业贸易（+4.04bp）行业利差走阔幅度最大，电子、通信、房地产、国防军工、

铁路运输等 9 个行业利差小幅收窄 0.5~5bp，计算机（100%）、汽车（100%）、轻工制造（97%）、钢铁（89%）、农林牧渔（86%）行业利差处于较高历史分位数水平。

区域利差方面，18 个省份城投债信用利差较上周走阔，其中云南（+11.39bp）、重庆（+8.11bp）、吉林（+5.62bp）、黑龙江（+3.43bp）、青海（+3.24bp）走阔幅度大于 3bp，11 个省份信用利差收窄，收窄幅度最大的前五个省份为河北（-5.55bp）、江西（-3.46bp）、内蒙古（-2.90bp）、安徽（-1.44bp）和福建（-1.41bp）。

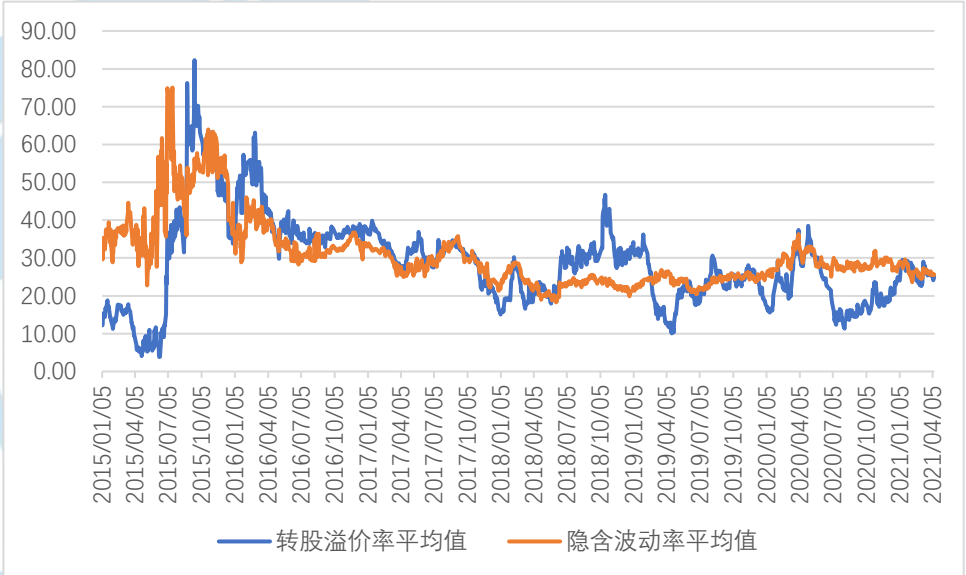
2.4 可转债分析：转债市场与权益市场趋势基本一致，但全周录得上涨行情，抗跌性继续凸显，关注顺周期、疫情退出的交易逻辑、制造业修复、绩优个券等

1）可转债的走势复盘：权益市场震荡下行，转债市场与权益市场趋势基本一致，但全周录得上涨行情，抗跌性继续凸显

本周权益市场震荡下行，全周看上证指数本周收于 3450.68 下跌 0.97%，深证成指本周下跌 2.19%，创业板指本周下跌 2.42%，中小 100 本周下跌 2.49%。可转债市场整体趋势与权益市场基本一致，但全周录得上涨行情，本周上证转债微涨 0.04%至 329.43，深证转债上涨 1.09%至 261.91，中证转债上涨 0.37%至 369.82，其中，华锋转债、森特转债、游族转债、小康转债、继峰定 02 等领涨，天目转债、金禾转债、联泰转债、华海转债、北方转债等领跌，超六成转债录得上涨行情，转债抗跌性继续凸显。一级方面，东财转 3、凤 21 转债、万讯转债、旗滨转债四只转债发行。

从近六年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，本周转债市场转股溢价率和隐含波动率继续处于震荡下行区间，转债市场估值进一步压缩。

图 7：近六年转债转股溢价率和隐含波动率趋势图（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）可转债的展望：权益市场情绪将持续修复，转债方向有所调整，关注顺周期、疫情退出的交易逻辑、制造业修复、绩优个券等

权益市场方面，3 月是市场悲观预期的顶点，风险已充分释放，预计 4 月市场关注点将由外部转向内部，国内基本面预期上修，海外基本面预期下修，市场流动性整体均衡；随着投资者情绪面担忧与实际情况背离的不断修正，4 月投资者情绪预计将持续修复。

转债市场仍旧高度分化，指数表现温和。随着时间进入二季度，顺周期交易渐入尾声，仅有供给格局紧张的板块值得在二季度继续参与，重点在有色、化工、农产品、黑色系等几大方向中的部分品种。新的战场主要关注三大方向：首先仍旧持续布局疫情退出交易，二季度可以开始交易外部刺激因素，如交运旅游等；其次从业绩成长性的角度出发，寻找高景气度的行业，需求景气叠加成本降低，制造业可能迎来新一轮修复；最后近期可以关注季报高增带来的潜在行情，上游资源品、部分受益于疫情的制造业等板块有着较大的一季报弹性，可能成为市场的短期提振因素。后续投资者可考虑以下配置方向：（1）供给格局紧张的顺周期板块；（2）随着疫情顶部的临近，疫情退出的交易逻辑值得关注；（3）关注制造业修复的可能；（4）4 月上市公司密集披露年报和一季报，关注盈利能力较好的板块和个股对应的转债。

三、 主要资产价格分析

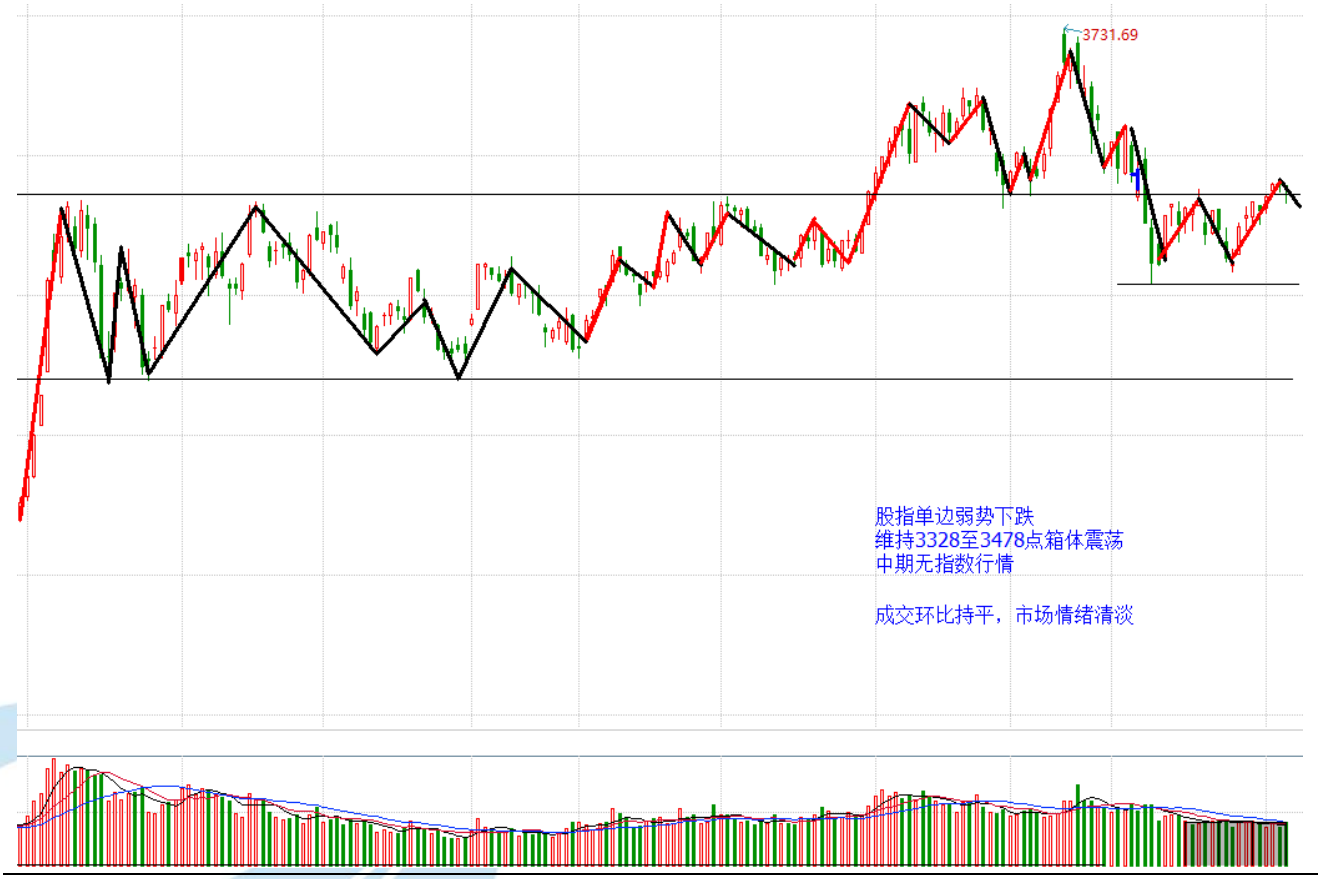
3.1 权益市场分析：“顺周期”进入业绩兑现期，谨防追高被套关注军工、消费服务、优势制造等高景气板块。

1）权益市场走势复盘——宽幅震荡，业绩超预期引板块异动

本周市场继上周反弹后单边弱势下跌，短期回到空头排列。上证综指最终报收 3450.68 点，下跌 0.97%。同期深证成指和创业板分别下跌 2.19%和 2.42%。量能方面，平均单日成交略有放大。市场整体观望情绪浓厚，板块轮动较快。

市场结构方面，以顺周期和军工为主的业绩向上超预期板块表现强势，前期抗跌的碳中和低估值板块本周进行补跌。市场风格方面，中小盘股强于“茅”资产。本周二晚，中远海控发布一季度业绩公告，净利同比增长 51.94 倍，超去年全年利润总和，顺周期和军工电子龙头公司接连发布业绩公告大超市场预期带动整体板块大幅上涨。同时，顺丰控股一季度的转亏引发市场对长久期及疫情受益资产的业绩的质疑，进而带动长久期“茅”板块杀跌。沪深 300 下跌 2.45%，中证 1000 上涨 0.60，风格继续收敛。随着一季报预告持续释放，中小市值公司的业绩弹性若得到验证，估值收敛趋势将继续强化。本周北向资金合计卖出 53.26 亿元，外资减仓明显。行业方面，30 个中信一级行业中 20 个实现上涨，钢铁、有色金属、电子分别上涨 9.44%、4.24%和 3.82%。10 个行业下跌，电力及公用事业、银行、电力设备及新能源别下跌 3.45%、2.27%和 1.66%。A 股市场已进入中期“拉锯战”，聚焦业绩成长将成为全年主线。

图 8：股指持续回调 做多情绪较弱



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，美股三大指数较上周均上涨，道指本周上涨 1.95%，报 33800.6000 点，纳指本周上涨 3.12%，报 13900.1900 点，标普 500 指数本周上涨 2.17%，报 4128.8000 点。

本周美股三大股指涨幅明显，其中道指以及标普 500 创历史新高。相较 3 月份本周美元指数以及美国国债收益率出现了一定程度的回调，对本周美股三大指数的走势产生了一定的影响。本周美联储 3 月份 FOMC 会议纪要公布，整体上仍释放宽松信号。同时虽然 3 月份美国 PPI 数据超预期，但美联储主席鲍威尔声称 PPI 上涨主要是短期供给因素导致，不具有重复性。本周美股科技股多数上涨，美国国债收益率下跌导致投资者风险偏好回升。此外由于苏伊士运河恢复通行、油价预期下跌的影响，美国能源股近日多数走低。

图 9：美股三大股指走势



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）权益市场展望：“顺周期”进入业绩兑现期，谨防追高被套关注军工、消费服务、优势制造等高景气板块

一季报“顺周期”业绩亮眼，业绩窗口期下市场大概率不会变盘。本周中远海控、中国铝业、神火股份分别发布一季度预告，归母净利润分别实现154.50亿、9.67亿和10.05亿元，同比增长51.91倍、30倍和5.7倍，远超市场预期带动板块上涨。本周四晚，中航光电发布公告预增270%-300%，周五一字板涨停，带动军工电子和航空材料板块大涨。相反地，顺丰同比转亏，周五开盘对应一字板跌停。我们预计，4月前市场处于业绩博弈期，大盘大概率不会选择方向，重点关注以下两大主线。

二季度制造业大概率强势反弹，重点关注制造业。首先，产能利用率稳步回升，制造业结构性补库启动。其次，PPI加速上行推动上游企业盈利改善，企业利润快速修复。同时，工业设备产量持续高增，制造业PMI连续13个月高于临界值，生产扩张加快，复苏势头强劲。最后，企业融资需求旺盛，政策支持贷款流向制造业。

服务业升至较高景气水平，企业预期持续向好，关注消费服务业复苏主线。4月6日公布的3月财新中国通用服务业经营活动指数（服务业PMI）录得54.3，大幅上升2.8个百分点，连续11个月位于扩张区间。国家统计局日前公布的3月服务业商务活动指数上升4.4个百分点至55.2。服务业加快恢复、清明假期国内出游人数基本与疫情前持平。近期多项数据表明，消费这一慢变量正在加速修复。我们认为，随着疫情的逐渐好转，服务业显著恢复，消费需求将得到释放。服务业升至较高景气水平，企业预期持续向好。

PPI超预期上行、CPI相对温和，货币政策预计继续温和调整，对长久期资产保持谨慎。3月CPI同比涨0.4%，由负转正，略超预期；PPI同比上涨4.4%,环比涨幅扩大，预期3.3%。由此，货币政策可能会针对通胀上行调节。考虑到当前出口和工业部门增长强劲、居民消费仍处在疫后复苏阶段，货币政策调整尚不会压制经济增长。预计未来企业盈利保持强劲势头，制造业开支有望持续复苏，同时对长久期资产保持谨慎。

本周资金情绪较清淡，北上资金小幅减仓。本周北向资金合计卖出 53.26 亿，外资减仓 A 股资产。截止周四的两融数据，本周融资净买入 129.91 亿元，内资交易情绪回暖。Wind 茅指数单边下跌 3.57%，短期抛压较大。同时，3 月新发权益基金多但募资仅 1700 亿，估算有望为股市带来 1100 亿的增量资金，权益类新发基金降温明显。

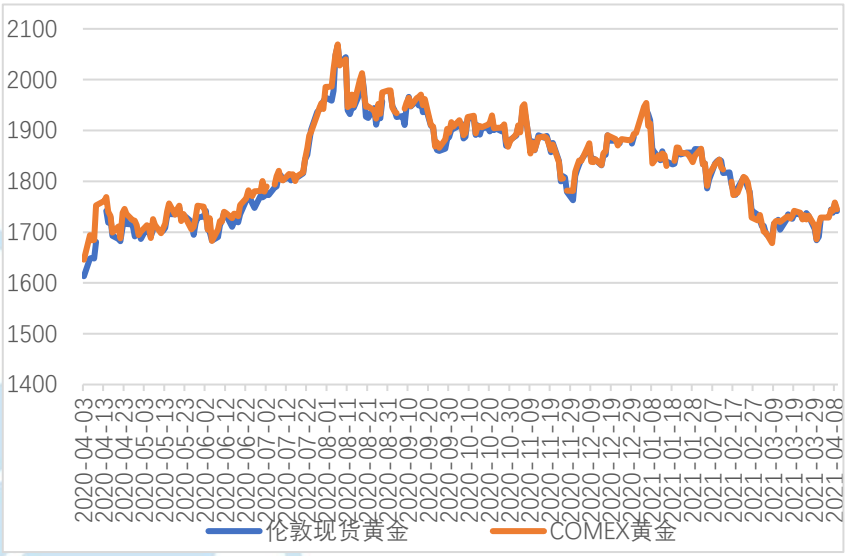
展望后市，中期大概率无指数性行情，短期大盘预计在 3328 至 3478 点箱体弱势震荡。当前市场观望情绪浓厚，板块轮动较快，随着顺周期板块的业绩逐渐兑现，当下冲高回落的风险。但权益时代的大逻辑依旧存在，待市场消化阶段性估值泡沫后，有利于 A 股再次向上突破。

策略方面，持续关注经济复苏主线、全年业绩加速向好且性价比较高的优质成长股、业绩反转的绩优公司。投资者应淡化指数涨跌，把握结构性机会，市场风格由业绩确定性转至业绩弹性。投资者应保持定力，减少追涨杀跌。战术方面不易追涨，或以高抛低吸为主。行业配置上，建议关注高景气军工产业链以及受益于复苏预期的消费服务业以及外需导向的优势制造等高景气板块。

3.2 黄金市场分析：美元指数疲软、美联储保持宽松政策，推动金价止跌反弹，但经济状况整体改善也抑制金价涨幅

周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日下跌 14.3 美元，或-0.81%，收报于 1741.2 美元/盎司，但全周涨跌幅为上涨 0.88%；美国 COMEX 黄金期货结算价下跌 13.4 美元，或-0.76%，收报于 1744.8 美元/盎司，全周累计上涨 0.95%。

图 10：金价本周结束连跌反弹上涨（美元/盎司）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周金价上涨有限，涨幅仅不到 1%，主要是一方面即使美联储宣称保持宽松政策不变，美元指数上涨仍显露出一定疲态，使得金价结束两连跌转而上涨，但另一方面美国公布的经济数据的强劲以及不断创新高的美股也阻碍了金价的上涨。

首先，美元指数表现上，美元指数经历 W 型双底和反弹至 3 月底的阶段高位 93.43 后疲态尽显，开始回落，本周跌幅 0.89%，最低触及 92，为今年以来表现最差的一周。美元上涨的乏力给黄金提供了反弹动力，金价周四涨逾 1%，创本月迄今单日最大涨幅。

其次，本周公布的美联储 3 月份议息会议纪要显示，尽管对经济前景感到乐观，但美联储将利率维持在接近于零的历史低点，并继续维持每月 1200 亿美元的资产购买规模，以帮助经济活动从疫情中恢复，并应对大规模失业的局面。美联储维持宽松的货币政策为金价上涨提供一定的动能，因为宽松政策一般会引发通胀快速上涨。

美国公布的经济数据偏乐观，市场避险情绪有所下降，对金价造成拖累。一是生产者价格加速上涨并超出预期，3 月 PPI 同比上涨 4.2%，为 2011 年以来最大同比涨幅，表明潜在通胀压力继续在整个美国经济中积累。二是 3 月制造业 PMI 达 64.7，创 37 年以来最高，非制造业指数跳升到 63.7，超出市场预期，

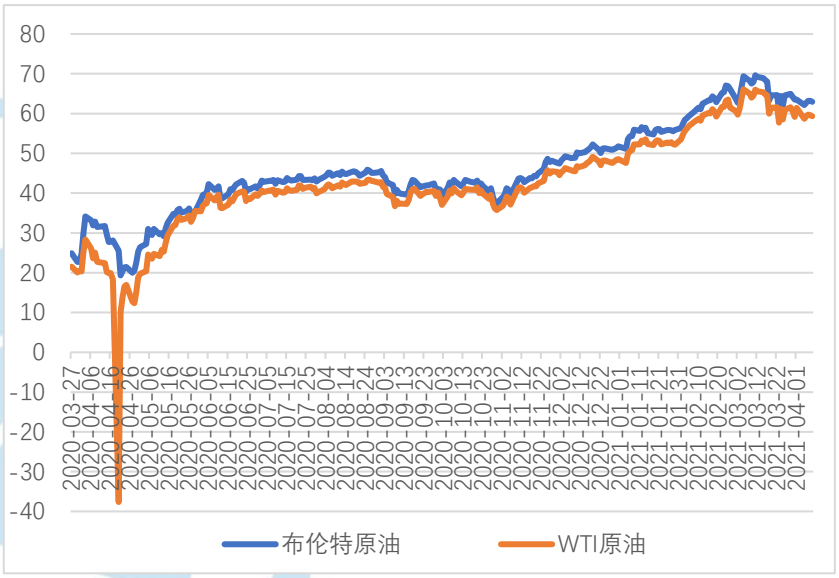
创 1997 年以来新高。三是近期主要股指继续创新历史新高，刺激部分避险资金转向风险资产，也对黄金有压制作用。

短期内美债收益率将继续震荡上行，仍对金价形成压制，但中长期，金价在货币宽松和财政政策下或将走上持续上涨之路。近期大多数研究机构认为，今年美国 10 年期国债收益率将上涨至 2%，明年涨至 3%，后年或将到 4%，但随着收益率不断上涨，金价对收益率的边际变化将不断降低。同时，拜登新政府在推出 1.9 万亿美元财政刺激案后，预计将开始着手基建计划，要求规模可能在两万亿美元以上，因此拜登政策仍沿袭民主党大水漫灌的政策，未来货币政策与财政部的财政政策将比预料的更加宽松，这将为黄金长期的上涨之路打下坚实的基础，中短期不断推升金价上涨。

3.3 原油市场分析：疫情反弹抑制原油需求前景，叠加供给预期增加，油价再次下跌

周五，布伦特原油期货合约结算价较前一交易日下跌 0.25 美元，或-0.4%，收报于每桶 62.95 美元，全周累计跌幅 0.93%；美国 WTI 原油期货合约结算价下跌 0.28 美元，或-0.47%，收报于每桶 59.32 美元，全周累计跌幅 3.47%。

图 11：本周原油小幅下行（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

油价继上周上涨后，本周继续进入下行趋势，全球疫情再度反弹和 OPEC+产油国预期增加石油供给，是导致油价再度下滑的主要原因。

疫情在全球尤其是疫情重灾区有反弹迹象。尽管疫苗接种持续加快，但美国疫情数据仍在增长，过去 7 天单日新增平均约 6.4 万例，较上周高出 2 个百分点；德国本周单日新增也超过 2 万人，创下今年 1 月初以来新高；由于新增病例增加，日本将在东京、京都和冲绳重新实施限制措施，以遏制疫情的快速蔓延；印度第二波疫情也相当迅猛，单日新增一度超过 13 万，首都新德里在本周开始实施宵禁。类似去年的经历，疫情的反弹和重启的地区封锁让市场担忧原油需求前景。此外，由于经济复苏和遏制疫情主要依赖于疫苗，近期出现的阿斯利康疫苗的负面消息也对油价产生一定不利影响。

国际政治紧张局势出现一定缓解。伊核问题上，协议相关方代表 9 日在维也纳举行了新一轮会谈，主要讨论美国和伊朗恢复履约问题，会后看这次会议具有一定的建设性。在地缘政治缓解背景下，伊朗、利比亚等过原油出货量有增加的迹象，公布数据显示，3 月伊朗石油供应量增加了 21 万桶/日，达到每日平

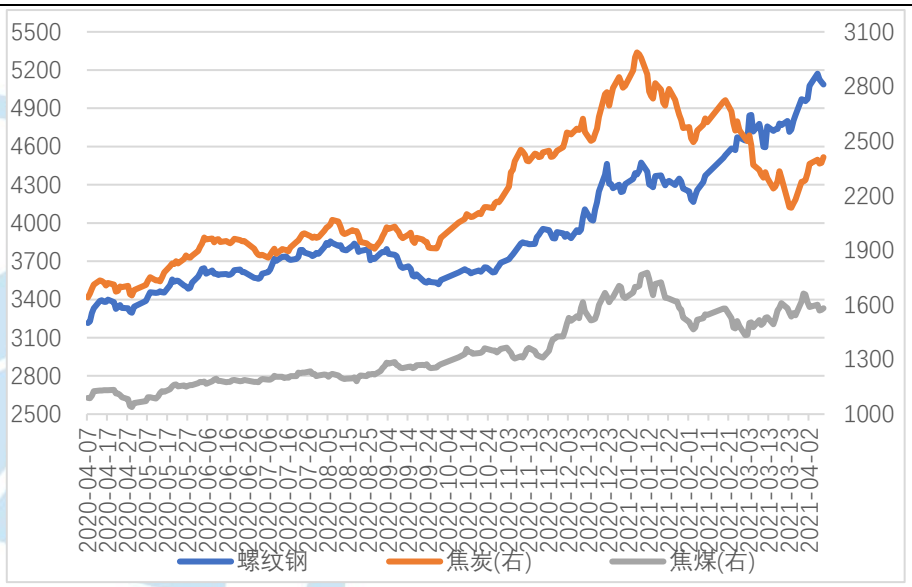
均 230 万桶，而且这一数字仍在增加。此外，3 月底举行的 OPEC+会议也宣布从 5 月开始，OPEC+主要产油国将增加石油供给量 200 万桶/日。供给增加将对油价不利。

短期内油价或将保持平稳和窄幅震荡，但中长期，美国经济在年内料大幅提升，美联储维持宽松货币政策也有助于提振油市信心。过去一年经验看，每一波疫情一般需要 1-2 个月时间改善，因此新变种病毒带来的欧美疫情再次反弹至少需要一个月时间恢复，这将对欧美经济继续恢复造成一定拖累，短期内影响油价需求前景，油价上涨动力不足，预计短期内将窄幅震荡。不过中长期看，世界主要经济体仍延续恢复，IMF 最近上调近年全球及主要国家经济增长预期，美联储继续保持较宽松政策，加上大规模财政政策刺激，原油需求前景偏明朗，将继续向疫前水平靠近，油价有进一步上涨的支撑。

3.4 黑色产业链分析：旺季需求、供给受环保政策影响下，黑色价格保持坚挺

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周同期每吨上涨 10 元，收报于 5086 元/吨，涨幅 0.2%；焦炭价格每吨上涨 37 元，收报于 2412.5 元/吨，涨幅 1.56%；焦煤价格每吨下跌 6.5 元，收报于 1582.5 元/吨，跌幅 0.41%。

图 12：螺纹钢、焦炭上涨，焦煤下跌，但涨跌幅均不大（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

供需改善继续推动螺纹钢价格上涨。螺纹钢表观需求在本周继续高位抬升，表明当下旺季需求仍在加速释放，而供应方面，螺纹钢产量环比继续回升，利润保持高位和生产积极性较高使得产量保持高位，不过在环保限产及碳中和背景下，产量向上面临一定天花板。后续看，在地产销售保持强势以及专项债资金逐步下发的背景下，维持需求继续向好的判断，不排除钢价有进一步走强的空间，但当前期价已接近历史高位，应同时注意逢高止盈，谨慎政策收紧及地产走弱的超预期。

焦炭现货市场运行减弱，第八轮提降落地后，提涨提降互现，同时山西地区也开始环保限产，对市场有扰动，焦炭期价震荡运行。后续看，焦炭利润经过前期下降后，在黑色整体带动下，同时受焦煤价格上涨导致成本上的支撑，焦炭后期支撑将逐步增强，短期内或将维震荡状态。焦煤方面，近期市场不同煤种价格分化，山西焦煤价格开始提涨，不过整体看，国内产地管控和环保政策趋严，产量将受到一定影响，而下游焦炭产量有所下降，导致焦煤需求略有不足，不过下游焦化厂补库需求仍在，弥补产量不足缺陷，焦煤期价或相对坚挺。

3.5 人民币兑美元汇率分析：美联储 3 月份会议纪要公布，整体言论维持鸽派，美元指数小幅回落，人民币兑美元走强

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.5409，较上周上涨 0.2675%。即期汇率报 6.5589，较上周上涨 0.2287%。美元指数报 92.1766，本周跌 0.72。

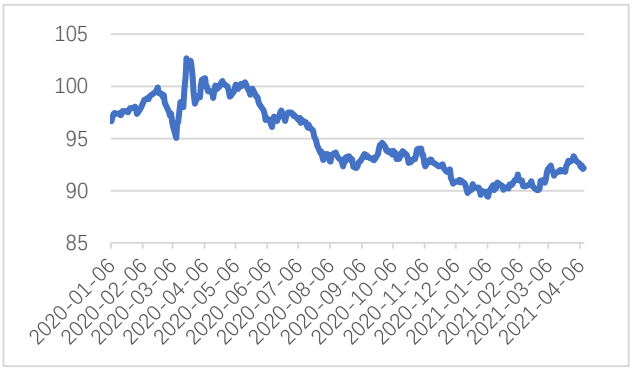
本周部分美国 3 月份经济数据公布，其中 3 月份美国 ISM 非制造业 PMI 大幅升至 63.7，远高于预期 55.3；但贸易逆差仍处于高位，说明美国生产并未完全恢复，消费对于进口依赖严重；此外美国 3 月份 PPI 同比增长 4.2，大幅高于预期，但运河受阻导致油价上升可能会对 PPI 数据造成影响，其持续性有待观察。本周美联储 3 月份 FOMC 会议纪要公布，再次表示目前来看经济恢复势头较好，但离政策目标仍有距离，整体言论维持鸽派。同时美联储主席鲍威尔本周表示价格上涨是暂时性的，由于供应紧张而导致的价格上涨重复的可能性较低。本周美国国债收益率有所回落。综合影响下，美元指数小幅下跌，人民币兑美元汇率略微走强。

图 13：人民币兑美元汇率中间价上涨



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

图 14：美元指数下跌



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

风险提示：货币政策超预期收紧，信用风险集中爆发

近期大类资产配置建议

大类资产	分项	配置	策略
权益	小盘价值	超配	小盘价值占优一般都出现在经济加速上行而利率也同时加速上行。同时中小价值占优的环境往往意味着市场缺乏指数型机会，市场从追求盈利确定性转为盈利弹性。投资者需要更加看重公司的边际改善和年内业绩超预期的可能性。
	中小成长（高成长）	标配	国内经济持续恢复，竞争优势明显的成长类企业延续高增长轨道。一季报业绩有望成为优质公司的股价催化剂。但中长期而言，短期估值水平过高带来阶段性估值压力风险，短期存在一定估值透支成长；IPO 和再融资延续高速发行，也使得股票供给面存在压力。维持标配，建议重点关注估值合理、在疫情后成长快速恢复的公司。
	金融	标配	宏观政策持续强调“房住不炒”，并不断加强对房地产市场的调控力度，国内主要城市房价下行风险有所加大，随之市场对银行资产质量的担忧近期有所增加。金融板块估值仍处于历史低位水平，尤其是银行、保险及地产类龙头公司，中期将受益于宏观经济的持续修复，我们认为其业绩仍有保障，股息率高下长期配置价值依旧明显；国内金融开放持续推进，资本市场改革不断深入，直接融资比重将持续提升，券商长期受益，龙头券商迎来发展新契机。考虑到资产质量方面的担忧，短期调整为标配。重点关注板块中的优质龙头。
	科技	标配	科技产业发展是建立我国经济全球竞争力的最重要依靠，长期得到各项政策和资本市场的战略支持；科技领域硬核科技公司，拥有良好的长期赛道，是真正的优质成长股，有望延续长期高成长。考虑到，当前优质科技股估值水平仍偏高，目前正处于回归途中，暂维持标配。建议在估值水平回落后增加配置，重点关注真正具备核心技术实力的硬核科技公司。
	消费	标配	中央政治局会议提出“国内国外双循环”，内需消费和服务成为国内经济增长的最核心驱动力。大消费领域是国内最具持续性增长潜力的领域。随着国内居民收入提升，达到或接近中等发达国家水平，购买力释放，大消费领域前景广阔；国内消费品牌企业在长期竞争中脱颖而出，质地优良，长期投资价值明显。考虑到，部分消费股前期受到市场过度追捧，交易过度拥挤，估值水平一定程度上透支了未来成长空间；虽然近期相关公司估值已有所回落，但仍处较高水平，故暂维持标配。建议重点关注估值合理的优质品牌消费公司。
固收	现金类资产	低配	经济逐步回暖及 PPI 企稳，债券收益率回升，近期各大不确定事件逐一落地，金融市场大幅波动的概率降低，使得现金类资产短期缺乏吸引力。
	长端利率债	标配	上半年经济复苏动能较足，全球通胀预期抬升，金融条件将呈现信贷趋紧，流动性中性，二季度长端利率债掉头向上的风险加大。不过我们认为即便后续利率再度进入上行通道，

			潜在的上行空间也是有限的，建议投资者保持谨慎等待更好的进场机会出现。
	短端信用债	超配	当前信用债投资仍以高票息中短久期为主，城投债短期内仍具备安全性，但疫情冲击过后各地区财力与债务率之间的矛盾更加凸显，加之政策环境边际收紧，区域分化、信用分层加剧，建议区位择优、谨慎下沉，警惕尾部平台风险。地产债在行业调控政策加码、违约事件冲击和偿债高峰背景下资质分化明显，建议以“三条红线”的监管指标为参考，优选经营、财务稳健、融资通畅的龙头房企。产业债建议关注减排技术先进的产能过剩行业龙头以及直接受益于碳中和政策的风电、水电等节能环保行业、新能源产业链相关企业。
	长端信用债	低配	长端信用债收益率安全边际不足，而长期信用风险在当前市场宽松的环境下难以预知。
	可转债	标配	建议关注以下几个板块：（1）碳中和目标下行业将迎来供需格局长期改善的板块；（2）低估值防御板块，具备“盈利增速稳定、高分红、低估值”特征，包括公用事业、银行、部分建材、汽车零部件；（3）受益疫情退出的服务业，包括航空、酒店旅游等；（4）调整到位的龙头白马，可以逢低左侧布局，提前埋伏；（5）4 月上市公司密集披露年报和一季报，关注盈利能力较好的板块和个股对应的转债。
商品	黑色产业链	标配	经济复苏叠加商品结构性的供给不足，是 11 月以来这一轮商品上涨的主要逻辑。当前工业原材料的价格已经接近 2017 年高点的水平。这其中主要是仍然偏低的油价拖累了整体指数，除油价外其它工业原材料价格大多已经居于历史高位。我们认为在疫苗普及、全球经济不确定性消除之前，原材料持续涨价的动力正在减弱，对国内出口类商品的影响也将减弱。
	原油	标配	2021 年如果疫情没有出现重大利空，并且 OPEC+严格遵守减产计划和“维持油市平衡”的宗旨，油价整体上大概率会偏强运行。但需要注意的是，需求的恢复需要足够的时间，2021 年需求恢复至疫情之前的水平难度很大，油价上方的压力也会随着价格向压力区间的靠拢而逐渐增大。所以，需要以价格重心抬升、震荡渐进式上涨方式对待油价，不宜过分追涨。
	黄金	低配	近期美国总统意外签署新一轮经济刺激计划，打压了美元并提高了黄金的吸引力，同时疫情继续恶化，尤其是变异新毒株的扩散压制投资者信心，也给金价提供更多避险需求。尽管金价上涨面临一定压力，但短期走势或很大程度上取决于美国刺激措施的规模以及疫苗推出的效果。从长期来看，预计未来一段时间金价的表现为震荡中枢倾向于逐渐向下，未来若美联储开始发出收紧货币政策信号，黄金或将转入周期

			下行。

资料来源：中航证券研究所，中航证券资管业务部

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，中航证券首席经济学家，研究所所长。
成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，波士顿大学工商管理硕士，首席策略分析师。
符旸，SAC 执业证书号：S0640514070001，首席宏观分析师，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。