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:资金利率大幅飙升，权益、债券及商品均下跌（2021.01.25-2021.01.29）

金融市场分析周报　　2021 年 2 月 1 日

摘要

- **工业企业利润：工业利润继续加速增长，制造业拉动作用明显，但企业现金流压力大等问题仍存。**去年 12 月工业企业生产活动持续活跃，市场需求逐步改善，推动工业企业利润稳步提升，同比增速继续加快，连续七个月保持两位数增长。制造业对工业企业利润改善拉动明显，装备制造业全年率先实现正增长。在宏观政策不急转弯、疫苗接种使得疫情被有效遏制下，预计今年工业经济利润仍将保持稳定增长态势。

- **PMI 数据：近期疫情出现反复和假期效应不利影响下，中国经济虽保持复苏态势，但扩张速度放缓。**1 月制造业和非制造业 PMI 仍处于扩张区间，表明经济总体维持复苏态势，但国内部分地区疫情偶发，临近春节制造业进入传统淡季，对部分企业生产经营产生不利影响，制造业和非制造业 PMI 双双回落。制造业 PMI 各分项指数均出现不同程度回落，非制造业 PMI 回落更多，部分服务业指数已回落至收缩区间，如果疫情反弹带来不利影响扩大，政策有再次放松的可能。

- **资金面及央行公开市场操作：央行公开市场净回笼 4705 亿元，本周资金面紧张，预计央行将投放一定的流动性，下周将是观察后续操作的关键窗口。**央行本周共实现流动性净回笼 4705 亿元。在距离春节假期仅两周之际，央行却大额净回笼流动性较为少见，这也大大超出市场预期，引发资金面持续收紧，短期利率不断走高和股债双杀。银行间回购利率 R001 和 R007 加权平均升至 6.58%、4.39%；交易所回购利率 GC001 和 GC007 加权平均升至 6.43%、6.60%（GC001 盘中最高一度触及 9.99%），央行本周操作更多在于用偏紧的流动性阶段性敲打资本市场，避免出现过快上涨为未来积累风险。同时，春节前市场有大量流动性需求，预计央行将投放一定的流动性，下周将是观察后续操作的关键窗口。

- **利率债：货币政策已经有所调整，一季度债市波动预计加大，长债收益率仍有上行空间。**本周资金面急剧收紧，资金利率飙升，央行作壁上观，长债收益率大幅上行。上期周报我们提示到影响当前债市的关键因素仍是货币政策，虽然一直以来我们认为央行不会延续 11 月至跨年的资金面异常宽松的局面，但是本周这样的急剧收紧，也并非央行的初衷，更多的原因是近期深圳和上海房价上涨过快，有违“房住不炒”的政策方向，央行收紧流动性主要还是为了应对房地产市场的泡沫。货币政策调整已经是不争的事实，但是采取何种方式则对市场带来不同的影响。一季度预计债市仍是需要谨慎对待，长债收益仍有上行空间。

- **可转债：权益市场全周震荡下行，可转债市场随权益市场下跌，关注顺周期、消费、科技成长龙头、大金融、绩优标的。**本周权益市场全周震荡下行，可转债市场受到 A 股下跌和资金面紧张的影响，随权益市场震荡下跌，部分高价高估值转债价格快速下跌。当前权益板块表现分化，投资者风险偏好有所提高，预计后续市场还将以震荡为主，应在短期波动中把握长期逻辑，建议关注顺周期、消费、科技成长龙头、大金融、绩优标的。

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

- **权益市场：权益市场：短期承压，中期下行空间或有限，回调中关注绩优股和超预期成长。**上周市场逐日震荡下行，短期累计跌幅较大，弱势明显。新年以来 A 股中位数跌幅近 7%，亏钱效应再现，投资者明显趋向谨慎。流动性收紧预期增强、上市公司业绩爆雷和海外因素不确定性增加，使得市场短期继续承压，股指或低位震荡；不过持续向好的经济基本面对中期趋势仍有支撑，同时流动性大概率不会持续收紧，节后有望小幅缓和，市场中期下行空间或有限，关注上证综指在箱体上沿 3450 点附近的支撑。策略上，市场回调之后可关注业绩超预期成长股、业绩稳定且估值偏低的绩优公司。行业配置上，建议关注顺周期、金融和可选消费，以及受疫情影响较大行业的复苏机会，如酒店旅游和影视。

- **黄金：金价先跌后升，疫情和复苏放缓催促新经济援助，金价短期或将维持升势。**前半周，美元走高和拜登政府新刺激计划似乎受阻，压制了金价，但后半周，GameStop 事件持续发酵，散户疯狂买进推动金价大涨。疫情持续恶化和经济放缓带来避险情绪提升，新援助计划大概率通过国会批准，预计短期内推动金价仍有可能涨至 1900 美元。

- **原油：美新政府经济刺激计划推动油价上涨，但疫情无明显好转和疫苗接种不及预期也限制涨幅。**国际油价先涨后跌，上涨的推动力主要来自市场对美新政府提出的新经济刺激计划的期待，下跌的主要原因来自于疫苗接种速度要比预期慢。短期内疫情不能得以有效遏制，疫苗接种速度不够，将继续压制油价上涨，但中长期经济复苏带来的需求增长，以及环保政策强化带来的供给减少，将成为油价上涨的主要推动力。

- **黑色产业链：疫情和节日效应导致黑色系供需疲软，价格继续回调。**部分地区疫情反弹，以及临近中国最大的传统节日春节，下游行业一些项目停工停产，冶炼企业也进入检修状态，导致黑色系整体供需不旺，现货成交持续偏弱，表观需求加速下行，社库累库较快。螺纹钢因为钢厂利润由盈转亏，价格下降不大，但双焦价格回调力度较大。供需预期双双走弱下，加上交投不活跃，黑色系价格短期内或维持震荡状态。

- **人民币汇率：人民币汇率双向浮动将成为常态，中美利差大幅收窄、资金流入动能减弱，而美元指数或逐步走强。**综合中美经济、中美利差、资金流动等形势演绎，及政策最新表态等因素，预计人民币兑美元汇率升值或已接近尾声，未来将在市场机制下加大双向波动。中国 10 年国债收益率从 2020 年底的 3.3%以上震荡下行至 2021 年初的 3.2%左右，使得以中美 10 年期国债收益率之差表示的中美利差，由前期持续大幅走阔转向收窄。此外，中美利差逐步收窄过程中，海外资金流入动能或有所减弱，有助于缓解人民币升值压力。历史经验显示，中美利差水平等因素会影响人民币资产的相对性价比；中美利差水平较高时，外资往往加快流向人民币资产，进而对人民币汇率产生一定影响。例如，2020 年中美利差大幅抬升下，外资持续、大幅流入中国债市。2020 年，中美利差创新高与人民币兑美元汇率大幅升值，都是疫情影响下中美经济错位的结果。2021 年，预计中美利差收窄、资金流入动能减弱，而美元指数或逐步走强。

风险提示：货币政策超预期收紧 信用风险集中爆发

目录

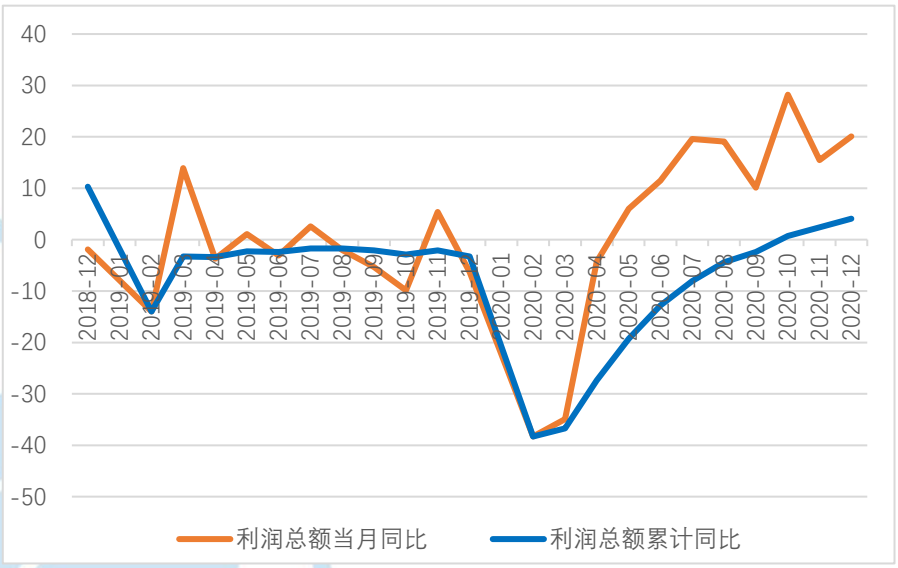
一、 本周重点经济数据分析.....4
1.1 工业企业利润数据.....4
1.2 PMI 数据.....5
1.3 每周要闻.....7
二、 固定收益市场分析.....7
2.1 资金面分析.....7
2.2 利率债走势分析.....9
2.3 存单与信用债分析.....10
2.4 可转债分析.....11
三、 主要资产价格分析.....13
3.1 权益市场分析.....13
3.2 黄金市场分析.....15
3.3 原油市场分析.....16
3.4 黑色产业链分析.....17
3.5 人民币兑美元汇率分析.....18

一、 本周重点经济数据分析

1.1 工业企业利润继续加速增长，制造业拉动作用明显，但现金流压力大等问题仍存

工业企业生产活动持续活跃，市场需求逐步改善，推动工业企业利润稳步提升，基本摆脱疫情冲击影响。国家统计局 1 月 27 日公布的数据显示，2020 年 12 月规模以上工业企业利润总额同比增长 20.1%，增速比 11 月加快 4.6 个百分点，并连续七个月维持两位数增长水平，带动 2020 年全年利润同比增长 4.1%，增速较 1-11 月提高 1.7 个百分点。统计局认为，生产和销售稳定恢复，为利润增长提供了有力支撑，上周公布的去年工业企业增加值同比增长 2.8%。工业利润增速呈现逐季加快趋势，一季度深跌 36.7%，二季度由负转正 4.8%，三季度加快至 15.9%，四季度进一步加快至 20.8%。在宏观政策不急转弯、疫情反弹得以遏制和疫苗大范围接种情况下，预计 2021 年工业经济利润仍将保持稳定增长态势。

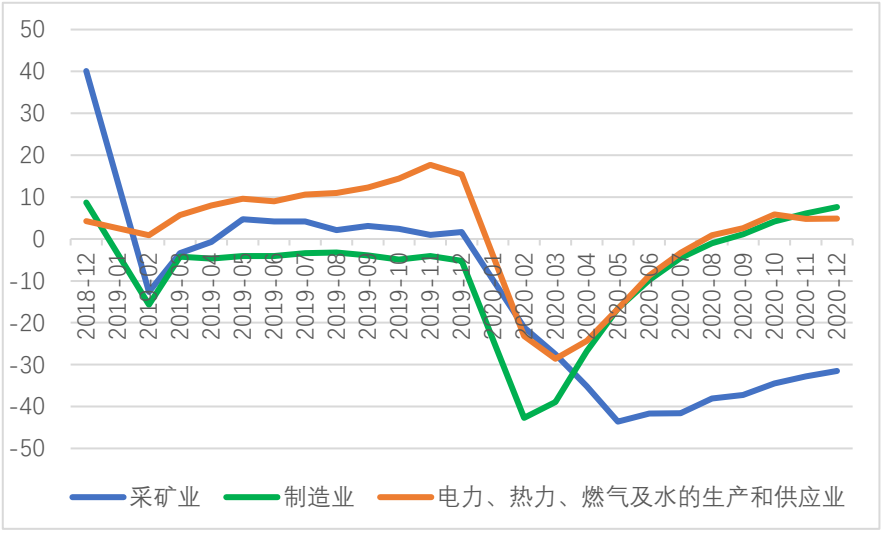
图 1：12 月工业企业利润同比增速加快（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

制造业对工业企业利润改善拉动作用明显，成为工业企业利润增长的最主要拉动力，其中装备制造业利润率先恢复且增长稳健。三大行业看，2020 年全年制造业利润总额同比增长 7.6%，增速较 1-11 月提高 1.5 个百分点；采矿业降幅继续收窄，同比下降 31.5%，降幅收窄 1.3 个百分点；电力、热力、燃气及水的生产和供应业增长 4.9%，增速提高 0.1 个百分点。41 个工业大类行业中，26 个行业利润总额同比增加，15 个行业减少。环保标准切换和提高、基建项目推进以及疫情导致居家经济，带动装备制造业盈利率先恢复，2020 年专用设备制造业利润总额同比增长 24.4%。在全球需求回暖以及石油化工、有色金属等国际大宗商品价格回升等因素共同作用下，原材料制造业及上游相关行业利润出现大幅改善，化学原料和化学制品制造业同比增长 20.9%，石油、煤炭及其他燃料加工业大幅减少 17.5 个百分点至-26.5%。

图 2：2020 年制造业对工业企业利润改善拉动作用明显（%）



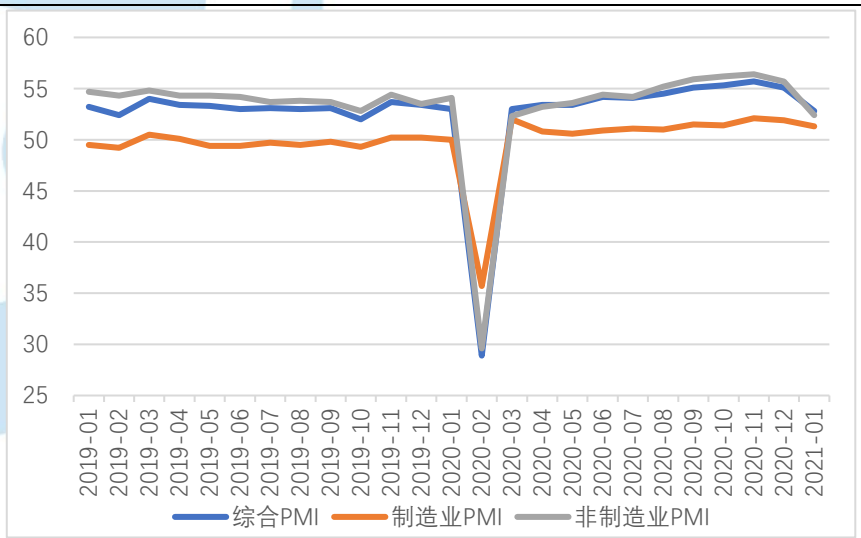
资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

工业企业整体经营状况喜忧参半，单位成本下降，盈利能力提高，但也面临着应收账款较快增长、库存增加和现金流压力较大等问题。疫情下中央助企纾困政策持续发力，营商环境不断优化，有效缓解了企业经营压力，2020 年工业企业每百元营业收入中的成本 83.89 元，比去年下降 0.11 元，带动营业收入利润率 6.08%，比上年提高 0.2 个百分点；应收账款同比增长 15.1%，应收账款平均回收期 51.2 天，比上年增加 5.8 天；产品存货增长 7.5%，产成品存货周转天数 17.9 天，比上年增加 1.2 天。

1.2 近期疫情反复和假期效应显现下，中国经济虽保持复苏态势，但扩张速度放缓

国内部分地区疫情偶发，同时春节前后为制造业传统淡季，对部分企业生产经营产生一定影响，经济总体扩张势头有所放缓，非制造业放缓速度较明显。国家统计局 1 月 31 日公布的数据显示，1 月制造业采购经理指数（PMI）为 51.3，较上月下降 0.6 个百分点；非制造业 PMI 为 52.4，较上月大幅下降 3.3 个百分点，为 2020 年 4 月以来最低。制造业和非制造业 PMI 双双回落，拖累综合 PMI 下降 2.3 个百分点至 52.8。但 PMI 仍保持在扩张区间（50 以上），表明经济总体维持复苏态势。

图 3：1 月经济维持复苏态势，但增速放缓（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

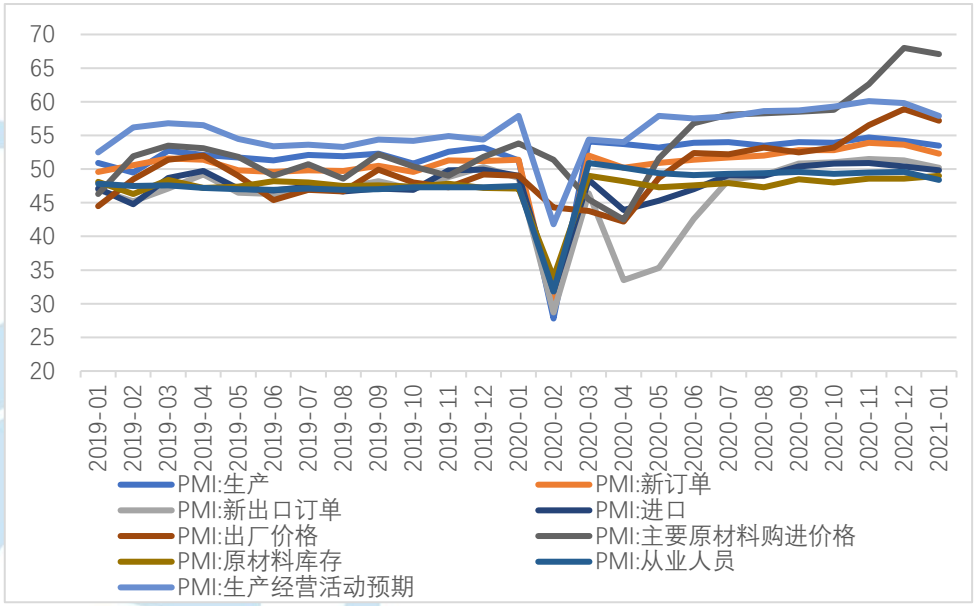
制造业 PMI 各分项指数均出现不同程度回落。供需两端扩张力度均减弱，1 月生产指数 53.5，新订单指数 52.3，分别低于上月 0.7 个和 1.3 个百分点。统计局调查后表示，河北、吉林、黑龙江等地受疫情影响明显，企业在生产、采购、运输等环节遇到一些困难。

受前期圣诞季海外需求集中释放、全球疫情持续蔓延等因素影响，部分企业外贸订单有所减少，进出口前景也有所回落。新出口订单指数和进口指数分别为 50.2 和 49.8，较上月下降 1.1 个和 0.6 个百分点，进口指数已回落至收缩区间。

国际原材料价格大幅上涨下，价格指数继续高位运行。受需求驱动，原油、铁矿石等上游大宗以及有色、黑色等主要生产原材料价格近期上涨明显，支撑 1 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数录得 67.1 和 57.2，尽管分别回落 0.9 和 1.7 个百分点，仍为 2017 年 10 月以来次高水平。

从业人员指数也有回落，下降 1.2 个至 48.4，主因是疫情影响员工正常到岗，加之部分人员提前返乡，导致企业用工缺口加大。

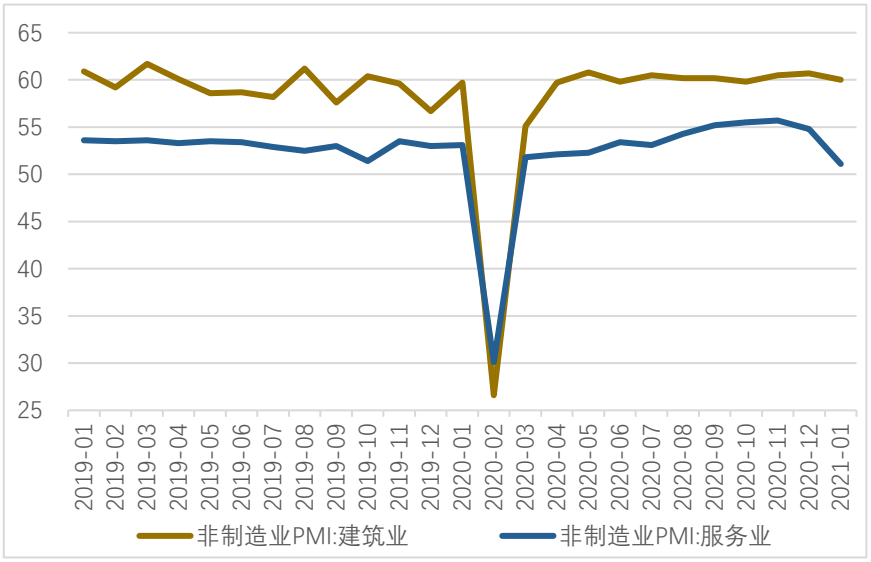
图 4：1 月制造业 PMI 各分项指数均出现不同程度回落（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

非制造业扩张速度放缓相对较多，服务业回落尤其明显。受冬季低温天气及春节假期临近等因素影响，建筑业进入施工淡季，1 月商务活动指数和新订单指数分别为 60 和 51.2，分别低于上月 0.7 和 4.6 个百分点，表明建筑业生产活动和市场需求扩张均放缓。受局部聚集性疫情影响，服务业商务活动指数为 51.1，大幅下降 3.7 个百分点，生活性服务业，例如住宿、餐饮、文化体育娱乐、居民服务等接触式，以及聚集性消费等，已回落至收缩区间。此外，近期一些地区物流因疫情放缓，加之商务往来和居民出行减少，道路运输、航空运输等行业商务活动指数也降至收缩区间。

图 5：1 月非制造业扩张速度放缓较多（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.3 每周要闻

1、公募 REITs 业务细则落地

1 月 29 日，沪深交易所、证券业协会正式颁布了公募 REITs 业务的配套规则，市场瞩目的 REITs 进程又向前推进了一步。两交易所各发布了“1 个办法+2 个指引”，从“业务办法”、“审核指引”、“发售指引”三个角度建立了交易所层面的 REITs 规则，依据规则，为提升二级市场流动性，公募 REITs 上市首日涨跌幅将调整为 30%，后续交易日的涨跌幅仍保持 10%。目前 REITs 监管体系中，交易所参与 REITs 实质审核，并在 REITs 发行上市中扮演关键角色。只有交易所规则颁布之后，才能推动各项目的具体执行和落地。目前上交所已储备多单优质项目，技术系统也将于近期准备就绪。上交所表示，下一步将重点做好项目跟踪与服务、市场就绪、首单保障、交易机制优化和流动性建设等工作，全力保障首批项目顺利上市。深交所也表示，涉及项目申报审核、产品询价发售、基金上市交易等业务的技术系统已初步准备就绪，将积极推动解决试点项目中关于税收政策、国资转让等共性问题，确保首批试点产品平稳落地。

2、海航集团宣布破产重组

1 月 29 日下午，海航集团发布公告称，“我集团收到海南省高级人民法院发出的《通知书》，主要内容为：相关债权人因我集团不能清偿到期债务，申请法院对我集团破产重整。我集团将依法配合法院进行司法审查，积极推进债务处置工作，支持法院依法保护债权人合法权益，确保企业生产经营顺利进行。” 海南省海航集团联合工作组组长顾刚针对海航集团破产重组一事作出回应，顾刚表示，破产重整是海航稳步推进风险化解的必然之举，是对公司的一种保护。海航的破产重整不是突然之举，是联合工作组花费数月时间在摸清海航风险底数的基础上，经多方多轮磋商，按照整体风险化解方案有序推进的举措。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：财政存款投放错位，央行净回笼，本周资金面全面收紧

1）央行的公开市场操作：央行公开市场净回笼 4705 亿元

本周央行共进行 3840 亿元逆回购操作，同期有 6140 亿元央行逆回购和 2405 亿元 TMLF 到期，因此公开市场操作实现净回笼 4705 亿元。下周（2 月 1 日至 2 月 5 日）央行公开市场将有 3840 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 20 亿元、20 亿元、1800 亿元、1000 亿元、1000 亿元；无正回购和央票等到期。

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	-2425	-800	-2800	-2500	-20
7 天	20	20	1800	1000	1000
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）365D	0	0	0	0	0
MLF（回笼）366D	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	-2405	-780	-1000	-1500	980

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：本周资金面紧张。央行本周共实现流动性净回笼 4705 亿元。在距离春节假期仅两周之际，央行却大额净回笼流动性较为少见，这也大大超出市场预期，引发资金面持续收紧，短期利率不断走高和股债双杀。银行间回购利率 R001 和 R007 加权平均升至 6.58%、4.39%；交易所回购利率 GC001 和 GC007 加权平均升至 6.43%、6.60%（GC001 盘中最高一度触及 9.99%）。

表 2：本周货币市场利率（%）

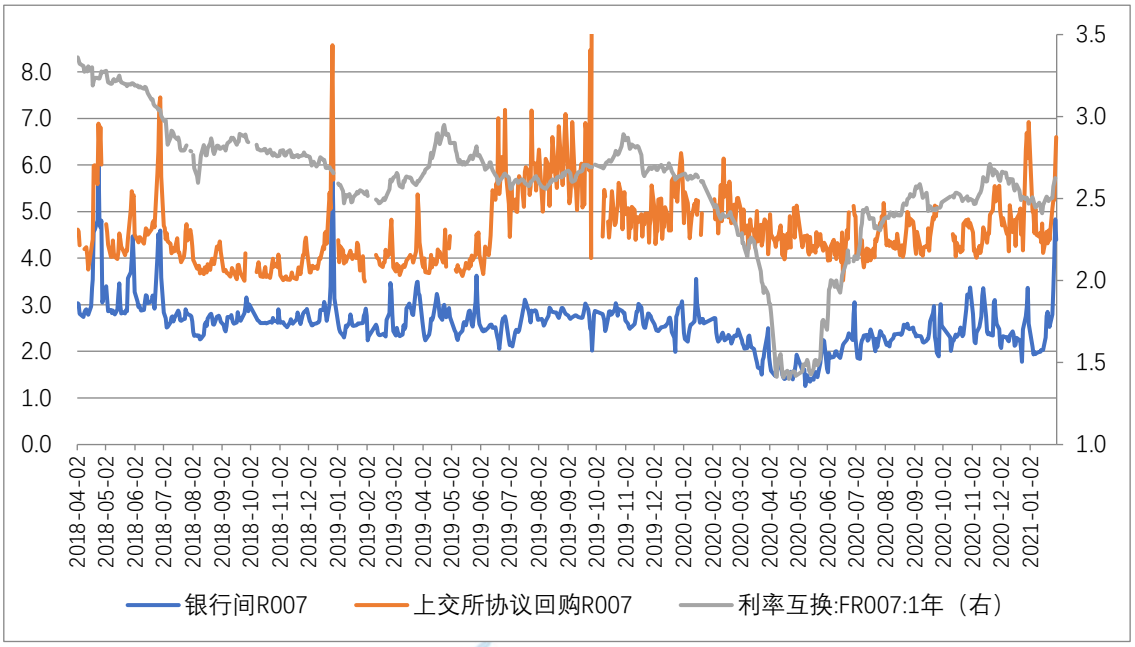
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	2.6110	3.1797	3.5894	4.2148	6.5883
	R007	2.7937	3.3341	4.0193	4.8315	4.3930
	R014	2.9321	3.2821	3.7973	4.6234	4.8368
	R021	2.9016	2.9085	3.3271	3.4234	4.7678
	R1M	2.8537	3.1111	3.2501	3.4760	3.6643
上交所协议回购	206001	4.2530	4.5300	4.8760	5.6740	6.4300
	206007	5.0710	5.2390	5.2560	6.0120	6.6010
	206014	5.0310	5.3530	5.7260	5.9150	6.3040
	206021	4.0870	5.8000		6.9380	6.1340
	206030	5.9790	5.7210	5.5070	6.1530	6.1040
利率互换定盘：1Y	FR007	2.5040	2.5747	2.5993	2.6251	2.6251

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：预计央行将投放一定的流动性，下周将是观察后续操作的关键窗口

央行本周操作更多在于用偏紧的流动性阶段性敲打资本市场，避免出现过快上涨为未来积累风险，春节前市场有大量流动性需求，预计央行将投放一定的流动性，下周将是观察后续操作的关键窗口。

图 6：本周资金面紧张（%）



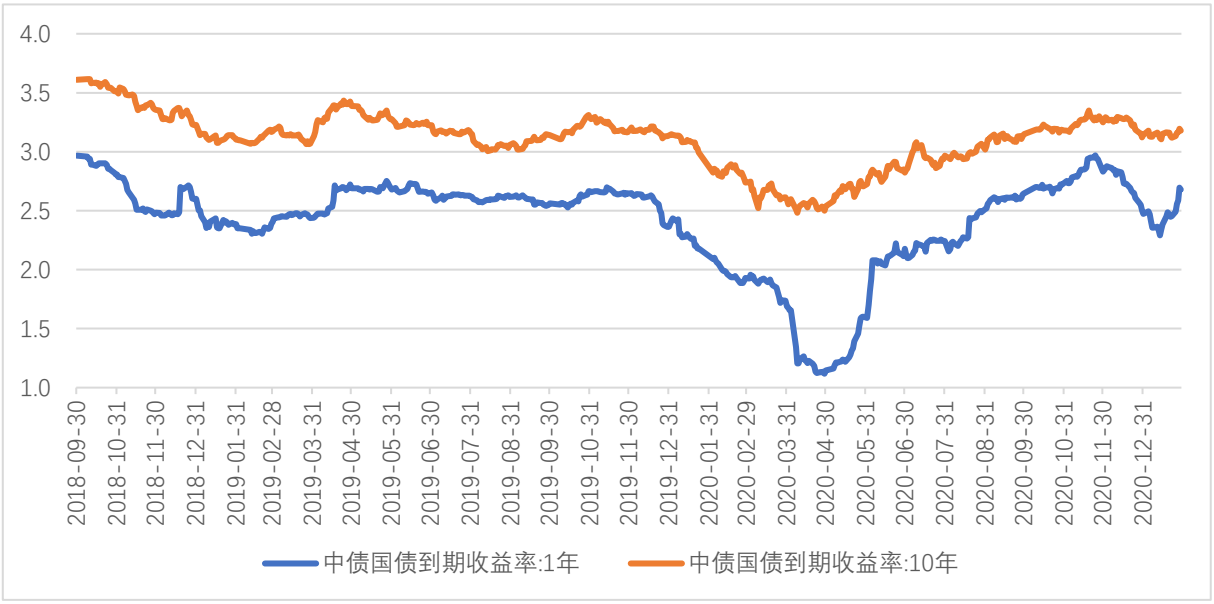
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析：央行净回笼，资金利率飙升，货币政策方向确已发生变化

2）利率债走势复盘：资金面急剧收紧，长债收益率大幅上行

本周资金面急剧收紧，资金利率飙升，央行作壁上观，长债收益率大幅上行。周一，公开市场净操作为 0，资金面全天保持紧张状态，在经过上周紧张的资金面之后，这周继续紧张，对债券市场多头情绪造成明显的打击，长债收益率明显上行；周二，公开市场净回笼 780 亿元，资金面继续紧张，央行货币政策委员会委员马骏发表观点，表示目前部分领域已经出现泡沫，货币政策需要适度转向，这一发言对市场影响较大，加之资金面持续紧张，长债收益率继续上行；周三，央行净回笼 1000 万元，非银之间的隔夜利率上涨至 8%，长债收益率小幅上行；周四，公开市场净回笼 1500 亿元，资金面继续收紧，各期限资金利率全面上涨，非银之间的隔夜利率涨至 10%，7 天利率上涨至 6%，长债收益率大幅上行；周五，跨月最后一天，央行净投放 980 亿元，但是资金面继续紧张，隔夜资金利率上升至 14%，7 天利率上行至 8%，下午交易所的 GC001 率先回落，随后银行间逐渐转松，长债收益率继续先上后下；全周 10 年国债活跃券收益率 200006 累积上行 5BP 至 3.22%；10 年国开债活跃券 200215 累积上行 8BP 至 3.5850%。

图 7：本周 10 年期国债收益率上行（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

3）利率债展望：一季度债市波动将加大，长债收益率仍有可能继续上行

货币政策已经有所调整，一季度债市波动预计加大，长债收益率仍有上行空间。上期周报我们提示到影响当前债市的关键因素仍是货币政策，虽然一直以来我们认为央行不会延续 11 月至跨年的资金面异常宽松的局面，但是本周这样的急剧收紧，也并非央行的初衷，更多的原因是近期深圳和上海房价上涨过快，有违“房住不炒”的政策方向，央行收紧流动性主要还是为了应对房地产市场的泡沫。除了流动性收紧，最近房地产调控也在加码，信贷方面也有收紧。

货币政策调整已经是不争的事实，但是采取何种方式则对市场带来不同的影响。从过去几年央行货币政策的操作方式看，货币政策有两种形式的收紧，一种是资金利率中枢抬升，如 2020 年下半年，或者是提升资金面波动率，如 2017 年，前一种方式对实体经济融资影响相对可控，而后一种方式则对融资伤害较大，可能造成经济大幅波动，在当前经济恢复仍不稳定的情况下，预计央行大概率还是会采取提升资金利率中枢的方式，即使采用后一种方式，主要目的在于短时间内挤压房价泡沫，则当房价上涨趋势被打断之后，货币政策将重回稳健中性，无论何种方式，一季度预计债市仍是需要谨慎对待，长债收益仍有上行空间。

2.3 存单与信用债分析：信用债各等级及各期限收益率上涨

1）一级市场发行：一级存单发行利率多数上涨，信用债发行量较上周下降

本周同业存单发行量较上周上涨，本周存单发行量约 4,361.90 亿元，较上周发行量上涨 36.08%。本周存单到期量为 3,024.50 亿元，较上周到期量下降 30.11%。

各期限商业银行存单收益率均上涨，1M 期存单收益率较上周上涨 115.73bp 报 3.4499%，3M 期存单收益率较上周上涨 60.22bp 报 3.0697%，6M 期存单收益率较上周上涨 44.54bp 报 3.0703%，9M 存单收益率较上周上涨 35.59bp 报 3.0699%。

信用债方面，一级市场信用债发行量下降。本周非金融企业短融、中票、企业债和公司债合计发行约 3,990.97 亿元，较上周环比下降 23.87%。

2） 二级市场走势及信用利差：信用债各等级及各期限收益率多数上涨

信用债二级市场方面，信用债各等级及各期限收益率上涨，AAA 级 1 年期、AAA 级 3 年期、AAA 级 5 年期较上周分别上涨 29.95bp、上涨 13.30bp、上涨 11.62bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别上涨 24.95bp、上涨 9.28bp、上涨 0.62bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别上涨 20.95bp、上涨 8.28bp、上涨 4.67bp。

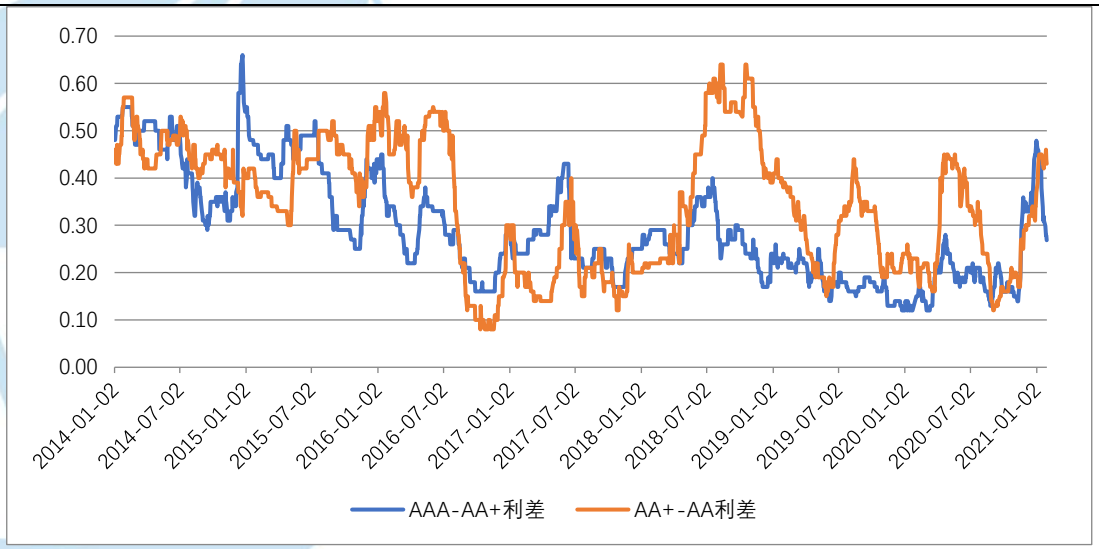
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	3.249	34.80%	29.95
信用债(AAA)：3 年	3.6733	31.80%	13.30
信用债(AAA)：5 年	3.817	24.60%	11.62
信用债(AA+)：1 年	3.457	33.80%	24.95
信用债(AA+)：3 年	3.942	34.80%	9.28
信用债(AA+)：5 年	4.266	33.00%	0.62
信用债(AA)：1 年	3.817	36.10%	20.95
信用债(AA)：3 年	4.372	37.60%	8.28
信用债(AA)：5 年	4.766	34.00%	4.67

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，各评级信用利差收窄，AAA 与 AA+信用利差较前周收窄 4bp 至 27bp，AA+和 AA 之间的利差较前周收窄 1bp 至 43bp。

图 8：各评级信用利差收窄（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

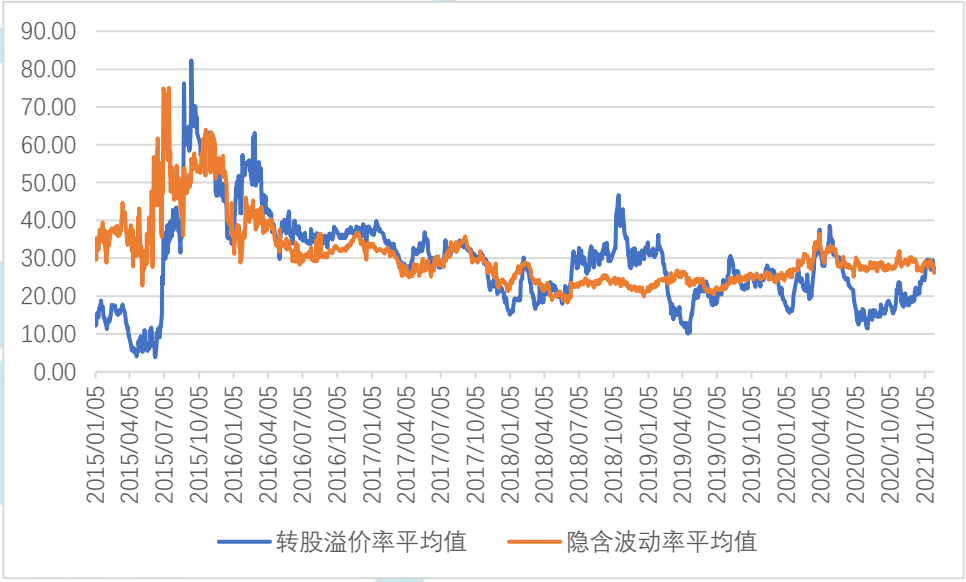
2.4 可转债分析：权益市场全周震荡下行，可转债市场随权益市场下跌，关注顺周期、消费、科技成长龙头、大金融、绩优标的

1）可转债的走势复盘：权益市场全周震荡下行，可转债市场随权益市场下跌，部分双高转债遭重挫

本周权益市场全周震荡下行，上证指数本周收于 3483.07 下跌 3.43%，深证成指本周下跌 5.16%，创业板指本周下跌 6.83%，中小板指本周下跌 4.93%。可转债市场随权益市场震荡下跌，主要受到 A 股下跌和资金面紧张的影响，本周上证转债下跌 2.91%至 324.12，深证转债下跌 5.94%至 255.21，中证转债下跌 3.80%至 362.97，其中，天康转债、同德转债、安 20 转债、晨光转债、嘉泽转债等领涨，高溢价天康转债投机性上涨居首；永兴转债、雅化转债、溢利转债、盛路转债、东时转债等领跌，即将赎回的永兴、雅化转债随正股下跌居前。一级方面，本周上银转债、思创转债、彤程转债、美力转债、一品转债五只转债发行，仅锋龙转债一只转债上市。

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均震荡下行。可转债整体下跌，主要是受蓝晓、东时、溢利、火炬、盛路、特发、蓝盾等高价高估值转债下跌拖累。本周部分高价高估值转债价格快速下跌，可能的原因是：（1）转债新规临近实施，赎回条款执行灵活度将显著降低，基本面一般的发行人或倾向于选择赎回，导致高溢价率面临快速压缩压力；（2）跨品种监测体系下，游资等机构爆炒难度增大；（3）近期股市波动较大，交易情绪也明显回落；（4）交易所细则可能近期出台，少数资金提前抢跑。

图 9：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：权益板块表现分化，预计后续市场还将以震荡为主，在短期波动中把握长期逻辑，关注顺周期、消费、科技成长龙头、大金融、绩优标的

当前权益市场处于轮动慢涨的下半场。本周市场因流动性趋紧引发回调，货币政策转弯的大方向已经明确，央行会避免市场形成过强的收紧预期，维持春节前后流动性平稳，随着春节临近，跨年资金投放有望加大，利率上行和市场担忧情绪有望迎来一定的缓和。临近 2 月，预计流动性对市场的驱动作用将有所提升，轮动慢涨的下半场，市场逐步从基本面预期驱动转向资金驱动。当前，权益板块表现分化，投资者风险偏好有所提高，预计后续市场还将以震荡为主，应在短期波动中把握长期逻辑。

当前转债市场仍在传统主线的趋势之中，需要在结构中做出一定的平衡。当前市场的核心驱动力短期从盈利修复转向资金驱动，考虑到市场估值差异较大，高弹性低估值的成长板块具有估值修复的可能。传统的主线仍旧聚焦在顺周期方向，顺周期行情已步入了下半场，单纯的价格上行逻辑并不足够，建议向量

价齐升逻辑的个券聚焦，重点关注有色、能化、农产品。绝对收益策略的角度仍旧是布局期，市场存在估值修复的可能，是当前策略均衡的方向。虽有诸多逻辑来“抄底”，但正股视角和债性配置视角为当前值得关注的选择，单纯的低价并非参与的原因，重点关注 TMT、高端制造业方向下的成长标的。结合本周双高转债快速下跌，建议关注高价转债的赎回进度、远离存在“炒作基因”的转债；同时关注兼顾行业基本面与转债估值的“临界评级”品种。规避双低品种的“估值陷阱”，但挖掘其中被错杀的品种；埋伏未来正股可能有补涨机会的价值型转债。综上所述，建议关注以下行业：（1）顺周期板块，重点关注有色、能化、农产品；（2）中期依然看好消费行业及科技成长龙头；（3）以防守为目的的大金融板块；（4）在业绩预告的窗口期，精选绩优标的。

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：短期承压 中期下行空间或有限 回调中关注绩优股和超预期成长

1) 权益市场走势复盘——上证综指单边下行 短期弱势明显 影响人气下滑

本周市场在周初震荡后逐日下行，上证综指接连失守 3600 点和 3500 点两大关口，以 3483 点报收，全周下跌 3.43%；同期深圳成指和创业板指更分别下跌 5.16%和 6.83%。短期累计跌幅较大，弱势明显。量能方面，两市合计成交 5.01 万亿元，环比上周继续萎缩。

盘面上，主要股指调整幅度较大，多数个股连续下跌，且累计跌幅较大。据 wind 统计，全周累计上涨的公司家数仅 742 家，占比不足两成；而下跌个股多达 3383 家，其中累计跌幅超过 5%的公司数量有 2115 家，占比公司总数量的近五成。进入 21 年以来，全体 A 股股价表现的中位数跌幅近 7%，市场亏钱效应再现，使得投资者情绪受到明显影响。后半周开始投资者投资上明显趋向谨慎，北向资金净流入速度放缓，量能萎缩，交易人气明显下滑。

图 10：上证综指单边下行 短期弱势明显 影响人气下滑

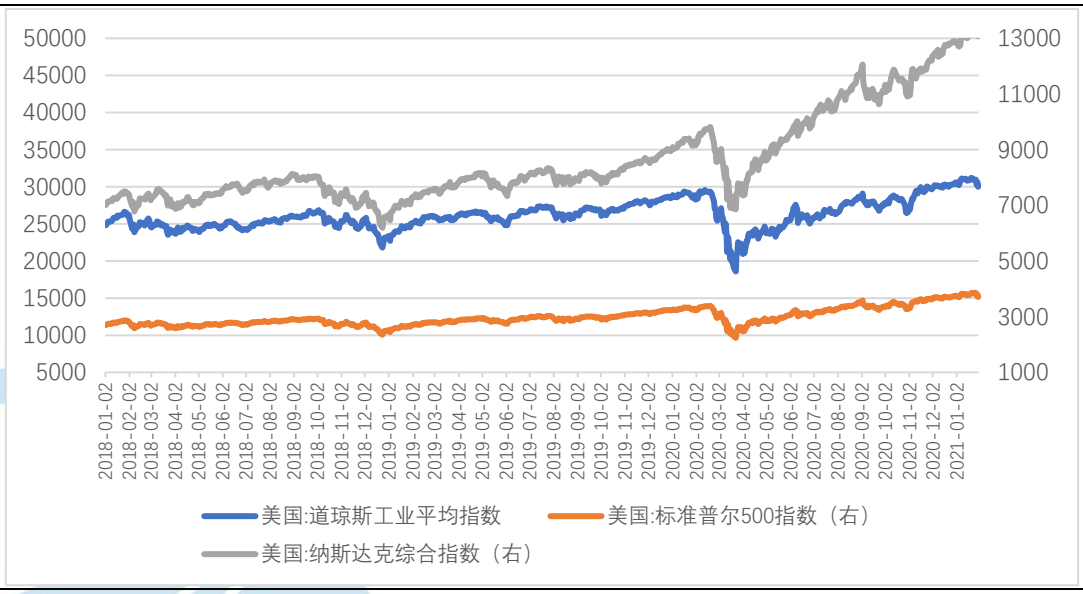


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，美股三大指数均下降，道指本周下降 3.27%，报 29982.6200 点，纳指本周下降 3.49%，报 13070.6900 点，标普 500 指数本周下降 3.31%，报 3714.2400 点。

本周，美股三大主要股指均累计下跌超过 3%，创下去年 10 月以来的最大跌幅。本月，道指和标指分别累计下跌 2%和 1.1%，为近四个月来首次出现负增长。以科技股为主的纳指本月勉强上涨 1.4%。道指和标普 500 指数最大权重股之一，美国医药巨头强生在周五大跌 3.6%，公司研发的新冠疫苗在美国的临床试验中单剂有效率为 72%，全球范围的有效率为 66%，相比于辉瑞和莫德纳疫苗 95%左右的有效性有着不小的差距，投资者对这一结果感到失望。在美股大盘普遍下跌的同时，近期备受关注的“散户抱团股”却逆势上涨，并在盘中多次触发熔断，这也进一步加剧了美股的波动性。

图 11：美股三大股指均下跌



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——短期承压，中期下行空间或有限，回调中关注绩优股和超预期成长

三大因素叠加导致市场连续下挫。一是流动性收缩预期冲击。26 日，央行公开市场逆回购净回笼资金 2400 亿元，一改此前净投放的宽松操作，叠加当日央行货币政策委员会委员马俊表示“资产泡沫较大，货币政策要适度收紧去应对”。两者导致市场对流动性收紧的预期急剧增强，从市场反应看，周内 7 天期和 1 个月期 shibor 随后均出现大幅上涨，国债收益率快速上行，进而引发权益资产估值调整。

二是市场前期持续上涨积累的内在风险释放。前期市场连续上涨，“漂亮 50”公司在机构资金的抱团式买入推动下，估值水平过高，导致投资者持股情绪不稳，在外部不利因素冲击下恐慌式抛售，这也是市场调整的内在原因。三是周三美股及欧洲市场大幅下挫，海外市场波动加大成为国内避险情绪释放的导火索。

展望后市，周内市场连续下挫一定程度上释放了上述风险，而持续向好的经济基本面对中期趋势仍有支撑，流动性因素收紧后有望小幅缓和。

中期内的经济基本面形势仍持续向好。12 月工业企业利润同比增长 20.1%，增速较前期回升 4.6 个百分点，增速水平仅次于 10 月的 28.2%；营收同比增速 10.5%，虽较前期回落 1.3 个百分点，仍处于高增速区间。往后的 2021 年 1-2 月，在国内疫情基本受控的情况下，经济大概率延续复苏趋势，1-2 月企业盈利增速有望继续上行。

流动性短期过紧后有望小幅缓和。本周流动性快速收紧，导致原因包括一月份缴税季、年初信贷高峰、春节等因素的共同影响。随着节日过后，上述因素影响消退。央行行长易纲明确“不会过早放弃支持政策”，周五央行罕见辟谣上调 SLF 利率，并报警。此举均反映出央行对整体流动性的呵护意图。28 日，习近平主席强调“做好应对各种“黑天鹅”、“灰犀牛”事件的预案”。货币环境持续收紧并不有利于应对内外部风险。因此中短期看一季度流动性大概率不会持续紧张。

春季行情情结依旧在。每年春季行情主要受三个因素推动：上市公司披露年报的业绩增长，一季度信贷高峰期营造相对宽松的流动性、投资者的“春耕”情结。这些推动因素仍然存在，场外资金仍在伺机等待入场布局机会。

不过，上市公司业绩爆雷风险和海外因素不确定性增加将构成短期压力。周五多家上市公司披露巨额亏损的业绩预告；海航集团、方正集团、雨润集团等宣布巨额债务破产重组。两大利空将冲击短期市场。同时，作为全球市场领头羊的美股在逼空事件影响下波动加大，近期不确性大大增加。

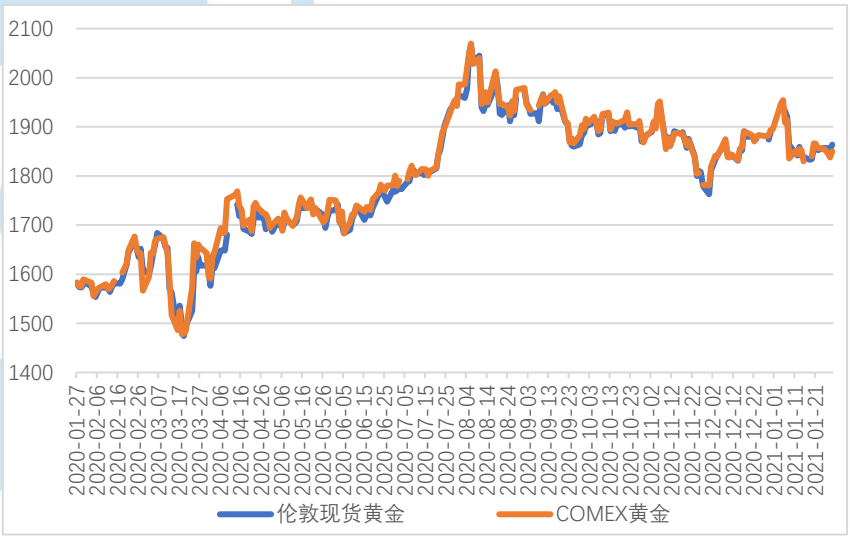
综上情况下，短期（春节前）A 股或维持低位震荡，以消化结构性估值高企、业绩下滑和海外不确性增加等压力；中期看，经济支撑下市场下行空间或有限，关注上证综指 3450 点箱体上沿的支撑。

策略上，市场回调之后可关注：业绩超预期的优质成长股、业绩稳定且估值偏低的绩优公司。行业配置上，建议关注顺周期、金融和可选消费，以及受疫情影响较大行业的复苏机会，如酒店旅游和影视。

3.2 黄金市场分析：金价先跌后升，疫情和复苏放缓催促新经济援助，金价短期或将维持升势

金价先跌后升，整体涨幅不大。周五，伦敦现货黄金价格较周四上涨 10.1 美元，或 0.54%，收报于 1863.8 美元/盎司，全周累计涨幅 0.6%；美国 COMEX 黄金期货结算价上涨 12.4 美元，或 0.67%，收报于 1850.3 美元/盎司，但全周累计录得累计下跌 0.32%。整个 1 月，金现价格下跌 1.26%，COMEX 金价下跌 2.36%，均为 2011 年以来最差的 1 月表现，原因是随着近期经济复苏和美元走强，投资者更关注与经济复苏相关的风险资产，降低了对黄金的需求。

图 12：本周金价先跌后升，整体涨幅不大（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

上半周，美元走高和拜登政府新刺激计划似乎受阻，压制了金价，但下半周，GameStop 事件持续发酵，散户疯狂买进推动金价大涨。近期美国疫情继续恶化，美国经济复苏放缓，打击投资者信心，投资者

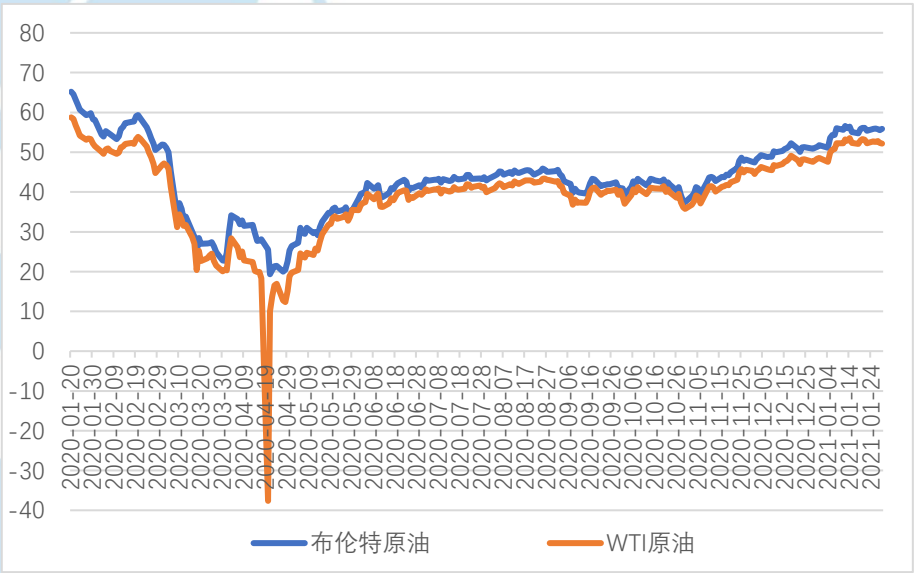
将美元作为避险首选，推动美元走强，美元指数在周二周三连续上升。同时，美国新任民主党政府此前提出的 1.9 万亿美元新冠援助计划，因为规模较大，市场担忧此次刺激计划将面临来自共和党人的强烈反对，尽管新总统拜登已督促国会尽快进行表决，但通过的阻力将不小。但周四周五，受近日 GameStop 事件散户多头和机构空头焦灼对战行情的影响，美国社交软件 Reddit 上开始流传敦促散户投资者涌入其他市场、推高价格的消息，带动贵金属价格大涨，银价涨幅约 10%，金价上涨达 2%，但 GameStop 事件的影响将是短暂的，不会带来持续性影响。

疫情恶化及经济放缓带来的避险情绪，以及新经济援助计划大概率通过国会批准，或将在短期内推动金价上涨。因疫情冲击下消费者支出和企业投资减少，美国数千万美国民众失业，美国去年 GDP 同比大幅下降 3.5%，是 08 年金融危机以来首次下滑，也是 1946 年以来的最严重萎缩，近期疫情的加重蔓延和疫苗接种较慢将进一步对经济复苏造成不利影响，海外经济复苏仍将继续放缓，下周公布的 PMI 数据将验证一点。新一轮经济援助计划将显得十分必要，根据历史过往，预计近期拜登政府提出的经济援助计划将在国会获得通过，但规模或将没有此前提出的 1.9 万亿美元那么大。因此，金价在短期内仍有一定支撑，或将涨至接近 1900 美元。

3.3 原油市场分析：美新政府经济刺激计划推动油价上涨，但疫情无明显好转和疫苗接种不及预期也限制涨幅

周五，布伦特原油期货合约结算价较上一交易日上涨 0.35 美元，或 0.63%，收报于每桶 55.88 美元，全周累计涨幅 0.85%；美油 WTI 期货合约结算价微降 0.14 美元，或-0.27%，收报于每桶 52.2 美元，全周累计小幅下跌 0.13%。整个 1 月，布伦特和美国 WTI 油价均累计上涨超 7%，背后的的支撑因素是 OPEC+延续减产力度、疫苗开始在越来越多国家接种以及美联储维持超宽松政策和美上任新政府推动更大规模经济援助计划等。

图 13：布伦特油价上涨，但美油下跌（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

国际油价先涨后跌，上涨的推动力主要来自市场对美新政府提出的新经济刺激计划的期待，下跌的主要原因来自于疫苗接种速度要比预期慢。美新上任拜登政府一直推动新一轮经济援助计划，以消除疫情不断恶化的不利影响，但该计划因规模较大一直遭受共和党人的反对，拜登政府官员周日与共和党议员通电

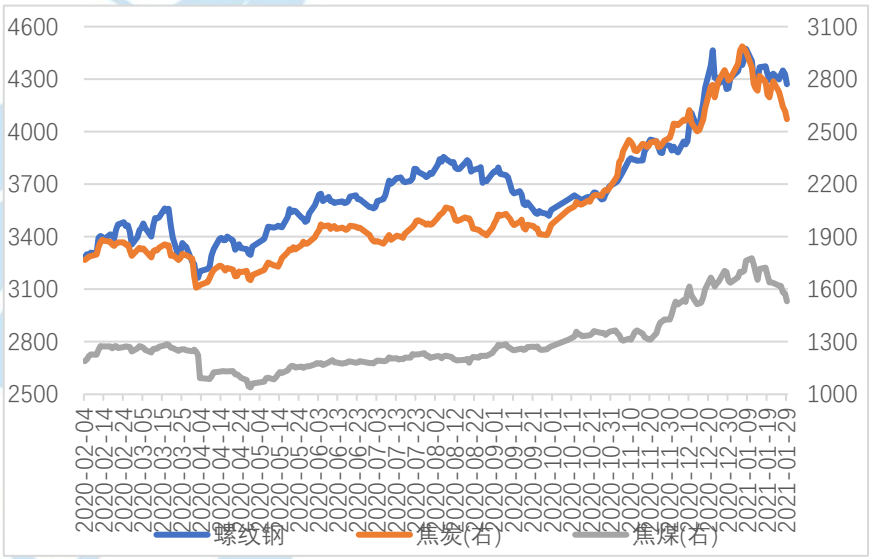
话，试图打消共和党人的担忧，市场认为此举将对经济复苏有利，自然也会对原油需求有利，从而拉动油价上涨。但近期越来越多的迹象表明，全球疫苗接种速度并不如预期那么顺利，接种率最高的以色列约 40%，其他国家更低，同时市场对强生新推出的一款疫苗的有效性持怀疑态度，也导致投资者信心受到一定影响，油价应声下跌。

短期内油价仍将承压，但中长期油价受经济复苏带来的需求增长预期以及供给减少影响而上涨。拜登新政府提出经济援助计划将大概率获得通过，但规模或将没有此前公布的那么大，这对油价的推升作用将减少。另外，疫情发展仍是当前影响油价的最主要因素，尽管一些国家再次采取封锁措施，但全球疫情似乎没有减缓迹象，加上疫苗接种速度不够，将对近期投资者的交易产生不利影响，油价上涨动力不足。但中长期，全球经济仍在复苏轨道上，多数机构预测今年石油需求将增长，这也与去年疫情冲击下消费偏低有关，加上全球范围内各国强化环保政策，拜登政府已签署政策文件执行更严格的行业监管标准，料将导致美国石油产量下降，油价可能会因此受益。

3.4 黑色产业链分析：疫情和节日效应导致黑色系供需疲软，价格继续回调

黑色系产品价格连续回调，周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周同期每吨下跌 62 元，收报于 4270 元/吨，跌幅 1.43%；焦炭价格每吨大跌 215.5 元，收报于 2571 元/吨，跌幅 7.73%；焦煤价格每吨下跌 104.5 元，收报于 1530.5 元/吨，跌幅 6.39%。

图 14：黑色系产品价格连续回调（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

疫情和假日效应对螺纹钢供需影响加剧，螺纹钢现货成交持续偏弱，表观需求加速下行，社库累库较快，真实需求疲弱。一方面目前属于建材消费淡季，加上疫情反复的影响，导致螺纹钢需求疲软，库存进入节前累库周期，本周总库存（长库+社库）891.71 万吨，较上周增加 122.49 万吨，其中社库增加 105.49 万吨。另一方面，供给面，近期钢厂检修减产增多，同时临近假期，电炉厂陆续停工放假，钢厂整体普遍陷入亏损状态，导致产量明显减少，本周螺纹钢总产量 333.67 万吨，较上周减少 10.85 万吨。钢厂亏损的负反馈开始显现，影响资本市场交投情绪，螺纹钢期价明显承压。但国内外制造业景气度向上，市场对年后需求预期较乐观，碳达峰压减产量的预期也将支撑钢价，预计节前价格以高位震荡为主，节后需警惕疫情超预期扩散导致复工推迟的风险。

焦炭第 15 轮提涨已全面落地，工信部强调确保 2021 年钢铁产量同比下降，叠加钢厂低利润下的减产预期，加上前期获利了结，焦炭期价延续下跌行情。下游钢厂利润已转负，但焦炭保持高利润，减产预期将一直压制焦炭盘面。总体看，节前焦炭供需走弱，将维持震荡调整局面。临近春节，部分焦煤矿已准备放假，叠加减少政策表态、焦炭跌价等不利影响，焦煤期价震荡下跌。进口政策收紧继续，蒙煤通关量已降至低位，澳煤通关虽有预期波动，但并未有明确通关放行，若澳煤进口不放松，主焦煤将持续紧张。而煤矿库存继续保持低位，供需预期走弱下，焦煤短期内或维持震荡的状态。

3.5 人民币兑美元汇率分析：人民币汇率双向浮动将成为常态，中美利差大幅收窄、资金流入动能减弱，而美元指数或逐步走强

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.4709，较上周下降 0.14%。即期汇率报 6.4612，较上周上调 0.25%。美元指数报 90.5382，本周累涨 0.36%。

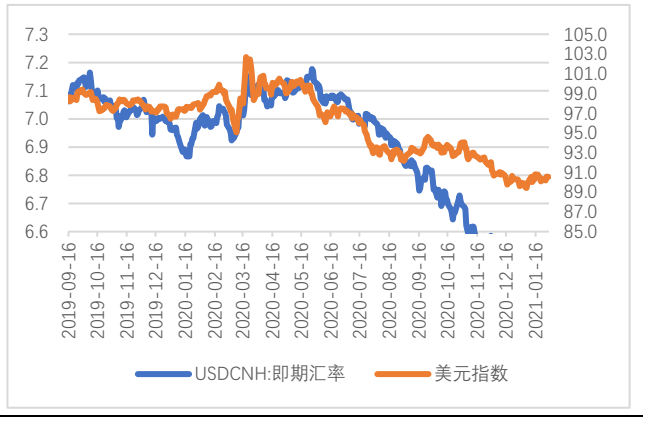
综合中美经济、中美利差、资金流动等形势演绎及政策最新表态等因素，预计人民币兑美元汇率升值或已接近尾声，未来将在市场机制下加大双向波动。中国 10 年国债收益率从 2020 年底的 3.3%以上震荡下行至 2021 年初的 3.2%左右，使得以中美 10 年期国债收益率之差表示的中美利差，由前期持续大幅走阔转向收窄。此外，中美利差逐步收窄过程中，海外资金流入动能或有所减弱，有助于缓解人民币升值压力。历史经验显示，中美利差水平等因素会影响人民币资产的相对性价比；中美利差水平较高时，外资往往加快流向人民币资产，进而对人民币汇率产生一定影响。例如，2020 年中美利差大幅抬升下，外资持续、大幅流入中国债市。2020 年，中美利差创新高与人民币兑美元汇率大幅升值，都是疫情影响下中美经济错位的结果。2021 年，预计中美利差收窄、资金流入动能减弱，而美元指数或逐步走强。

图 15：人民币兑美元汇率中间价下降



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

图 16：美元指数上涨



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	红利价值（高股息）	超配	国内宏观经济持续复苏，价值型公司的盈利逐步恢复；春季行情或正徐徐展开，作为高股息优质资产，将成为机构资金的重点配置对象。看好价值型股票的中期投资价值，维持超配。重点关注能源、家电、汽车、建筑建材等行业中优质龙头。港股股息率在全球领先，并显著高于 A 股股息率，重点关注高股息率的金融地产和公用事业等板块。
	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。年报业绩增长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估值水平回归压力，中长期存在估值透支风险；注册制下 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，建议自下而上挖掘估值合理、业绩持续超预期的持续高成长类公司。
	金融	超配	宏观政策持续强调“房住不炒”，房地产市场调控机制不断更迭升级，房地产市场有望保持平稳运行。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，中期受益于宏观经济的持续复苏，资产质量担忧有望缓解。金融企业业绩仍有保障，高股息率下长期投资价值明显；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。维持超配评级，重点关注客户和资产质量优秀的金融龙头。
	科技	超配	十九届五中全会为我国指明了战略创新的长远发展方向。科技产业发展作为树立我国经济全球竞争力的最重要依靠，将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，有望保持长期高成长。在经历了去年下半年的持续回调后，估值水平有所明显回落，长期投资价值再次显现。维持超配，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	“经济双循环”下，内需消费和服务成为国内经济增长的主要驱动力。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，部分消费股受到市场过度追捧，交易过度拥挤，估值水平透支了中长期成长空间，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	明年上半年经济复苏动能较足，金融条件将呈现信贷趋紧，流动性中性，一季度长债收益率预计依旧延续震荡态势，目

			前收益率曲线在 1-10 年这段比较平坦，可以在中短端配置，关注 3 年期及 5 年期品种。负债稳定，能承受波动的账户可适当提前布局明年利率债行情。
	短端信用债	超配	城投短期仍安全，在资质下沉的过程中，建议选取，江苏、浙江、山东、四川等省份的经济实力较强或债务负担较低的县级城投，其余地区在下沉资质的过程中建议选择严格控制久期在 1 年以内。产业债，建议优选经济回暖情况下景气度回升的周期性行业。对于地产，关注融资收紧对地产债发行主体的资质影响，建议选择排名靠前，土储结构优质的地产企业。
	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	随着“十四五”规划纲要落地政策的变量在自上而下的视角中提升了重要性，把握政策主线是当前在盈利修复逻辑之外新增的重要关注方向。对于行业估值、平价溢价率估值处于历史高位的相关标的，若基本面没有较强支撑，建议适当规避，提防赎回风险。建议关注以下方向：（1）继续持有顺周期+强势题材品种；2）消费板块龙头；（3）价格回落但正股优质的科技、银行品种。
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。