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：税期扰动资金面，央行大额净投放护航，长债收益率下行（2021.01.18-2021.01.22）

摘要

- **宏观数据：中国经济加速复苏，但消费、投资等内需仍显疲软，预计需求继续修复下，今年增速将保持较高水平。**受疫情冲击，中国 GDP 季度增速在一季度深跌至负值后，二季度“V 型”反弹，下半年继续加速恢复，总体呈先低后高、逐渐抬升趋势，四季度增速高于上年同期，说明中国经济基本摆脱新冠疫情影响，具有较强的稳健性和活跃度。但目前经济恢复不平衡，第一、二产业恢复较好，第三产业恢复不及预期；供给端恢复较好，但需求端的消费、投资尤其是制造业投资等增速仍偏低。今年政策已定调以“稳”为主、力度不减之下，消费、投资将持续修复，出口也将保持强劲，拉动整体经济维持较高速增长，由于基数效应，今年增速将前高后低。

- **资金面及央行公开市场操作：本周央行公开市场净投放 5980 亿元，资金面边际收敛，但整体维持宽松，预计税期结束后流动性将回归平稳局面。**本周税期银行走款导致融出相对减少，不过央行资金净投放力度的加大稳定了市场情绪。资金价格方面，银行间市场隔夜资金愈发紧俏七天期稍缓，隔夜回购利率保持在 2.6%附近，与七天期明显倒挂。预计税期结束后流动性将回归平稳局面。近期央行强调货币政策“不急转弯”，若近期流动性再收紧，也不符合政策取向。此外，春节前银行面临大量现金需求，适当提前投放流动性能够有效平抑流动性波动。春节前流动性缺口大致在 1.5 万亿-1.6 万亿，再综合春节时点后移、缴税时点后移、债券供给回落等因素，叠加货币政策主基调，预计 2021 年春节前，流动性安排大概率是公开市场操作和 MLF 净投放，不会出现全面降准。

- **利率债：基本面数据对债市虽不友好，但是当前债市关注点在于货币政策，在跨周期政策框架下，央行的操作会尽量避免给市场带来过于明显的单边预期。**从本周发布的经济数据来看，四季度 GDP 同比超预期，而近期工业品高频价格环比涨幅持续较大，反映经济名义增速上行，不过当前债券市场的核心仍然是货币政策，基本面尚不是主要矛盾。央行旨在通过放量逆回购来稳定市场预期，维持流动性合理充裕状态，净投放“削峰填谷”特征显著，逆回购投放量增加，反映的是流动性缺口较大，表明的是央行维持货币环境整体稳定的决心，并不代表宽松加码。在跨周期调节的框架下，央行不会让单边趋势过强，这将使得货币政策在灵活调节的过程中带来一定的预期差，从而削弱债市单边的力量。因此对于交易盘来说，避免跟风追涨，短期见好就收，对于配置盘来说，应逢收益率高点配置。

- **可转债：权益市场全周震荡上行，可转债市场随权益市场上涨但涨幅不及权益，关注顺周期、消费、科技龙头、银行龙头、绩优标的。**本周权益市场全周震荡上行，成长风格板块表现好于价值风格板块，可转债市场随权益市场上涨但涨幅不及权益，英科转债价格再创历史新高。权益市场目前无论是成长股、还是优质价值股均已不便宜，高位品种波动将放大，积极把握绩优转债品种，可能是下一阶段较好的选择，建议关注顺周期、消费、科技成长龙头、银行龙头、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：短期震荡中关注结构，中期配置绩优股、顺周期、金融和可选消费龙头。**上周市场震荡冲高，量能总体延续较高水平，但环比连续两周萎缩，同时盘中波动频度较前期增加，表明投资者对后市分歧加大。四季度宏观经济增长超预期，基本面继续支撑市场；不过央行货币释放速度放缓、国内资金南下港股加速，使得短期 A 股流动性收缩预期增强，增加了短期压力。中期看 A 股将持续受益于国内居民财富配置转移。整体看，短期 A 股或呈震荡走势，大涨大跌概率均较小，中期仍继续向好。短期震荡中建议继续关注结构机会，中期建议布局估值合理或低估值的绩优蓝筹；行业配置上，建议关注顺周期龙头、金融和可选消费。
- **黄金：美新政府计划推出大规模刺激方案推动金价上涨，但疫情恶化和方案实施难度较大也限制金价涨幅。**金价在本周先涨后跌，但整体录得上涨，原因在于民主党新总统拜登入主白宫引发市场对大规模刺激案的乐观预期，主导了金价上半周的上涨，但共和党出面反对拜登刺激方案、全球疫情继续恶化等也限制了金价涨幅。美新任政府的政策制定更加具有可预见性，不确定性或将减少，但拜登政府对经济刺激的力度预期更大，拟上任的美国新财长也主张加大经济财政援助，因此短期内，金价仍有进一步上涨的可能。
- **原油：美新任政府计划推出更大经济刺激提振市场预期，但全球疫情恶化也抑制原油需求前景，油价涨跌互现。**原因是一方面，拜登新政府计划推出大规模刺激计划，提振了市场对经济复苏的预期，对油价具有刺激作用，但另一方面，各国疫情加速恶化，美国原油供应量意外大增，也引发市场对石油需求前景的担忧，抑制了油价上涨。疫情恶化形势不会在短期内扭转，欧美国家疫苗接种速度不及预期，将继续压制油价上涨，预计短期油价将维持在每桶 55 美元上下波动。
- **黑色产业链：淡季和寒潮打击下游需求，加上前期获利了结，黑色系价格继续回调。**今冬温度较历史偏低，寒潮屡屡来袭，国内部分地区疫情不断反复，黑色系供需延续双弱格局，需求端承受压力似乎更大，加上前期黑色价格连续大幅上涨，整体获利盘仍较多，导致黑色期货价格继续回调，近期仍须关注疫情扩散带来的负反馈。但中长期看，国内外制造业景气度上升，有望迎来下游制造业主动补库周期，未来黑色需求预期较强，价格变动或将以高位震荡为主。
- **人民币汇率：人民币汇率单边趋势结束，双向浮动将成为常态，将在合理均衡水平上保持基本稳定。**近期，人民币汇率升值势头有所放缓，从人民币汇率走势的长期驱动力来看，主要源于经济增长前景、货币政策、通胀预期和贸易顺差等因素。对于未来人民币汇率，我们认为单边上涨的趋势可能已经结束，未来双向波动可能会是常态。主要原因一是中国经济复苏已经回到潜在增速水平附近，进一步上冲的空间较小。二是中美利差回落，三是大规模财政刺激增加了美国居民储蓄，未来某段时间可能引发美国通胀上升，从而美元汇率可能会反弹。

风险提示：货币政策超预期收紧 信用风险集中爆发

目录

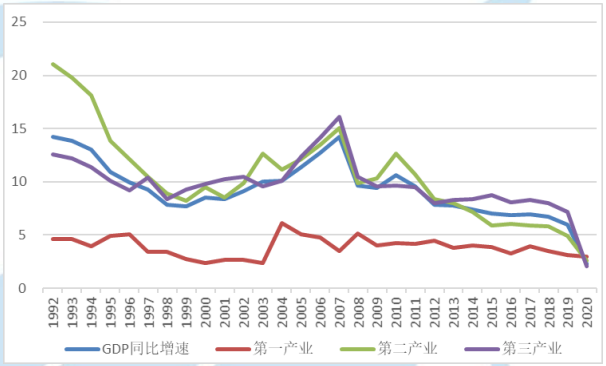
一、 本周重点经济数据分析.....4
1.1 国内经济数据.....4
1.2 每周要闻.....7
二、 固定收益市场分析.....7
2.1 资金面分析.....7
2.2 利率债走势分析.....9
2.3 存单与信用债分析.....10
2.4 可转债分析.....11
三、 主要资产价格分析.....12
3.1 权益市场分析.....12
3.2 黄金市场分析.....15
3.3 原油市场分析.....16
3.4 黑色产业链分析.....16
3.5 人民币兑美元汇率分析.....17

一、 本周重点经济数据分析

1.1 中国经济加速复苏，但消费、投资等内需仍显疲软，预计需求继续修复下，今年增速将保持较高水平

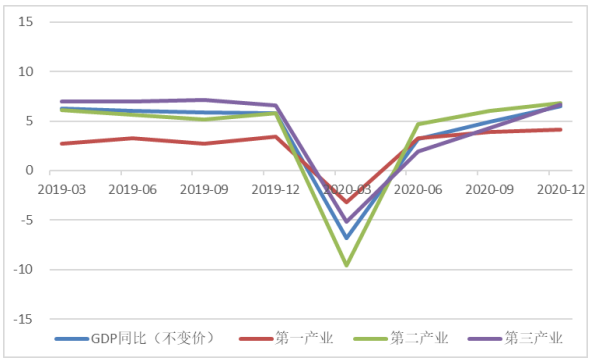
中国经济稳步复苏，GDP 增速逐季提高，基本摆脱新冠疫情影响后，回归疫情前水平。国家统计局于 1 月 18 日发布的宏观数据显示，中国经济经受住了新冠疫情的严重冲击和考验，表现出一定的稳健性，2020 年中国 GDP 规模经初步核算后首次超百万亿，达到 101.6 万亿元，同比增长 2.3%，尽管这一增速创下 1992 年采用国民账户核算体系以来的最低水平，较 2019 年的 6%下降较多，但却高于市场预期的 2%，也让中国成为全球唯一一个实现正增长的主要经济体。从 GDP 增速季度变化看中国经济复苏态势更加明显，一季度-6.8%，二季度 3.2%，三季度 4.9%，四季度 6.5%，呈先低后高、逐渐抬升趋势，四季度增速甚至超过上年同期的 5.8%，表明中国经济基本恢复到疫情前正常水平。今年政策将以“稳”为主、力度不减下，消费、投资持续修复，出口也将保持强劲，整体经济将保持较高速增长，全年经济增速处于 8%-10%，由于基数效应，季度增速将呈前高后低特征，一季度增速或将高达 11%以上。

图 1：2020 年全年 GDP 同比超预期增长 2.3%，一二产业恢复较快（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

图 2：2020 年季度增速前低后高，三产业成为拉动增长的主要边际变量（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

疫情冲击下，产业结构出现一定变化，消费和部分投资仍没有达到疫前水平，经济恢复面临诸多不确定性。从产业角度看，在新冠疫情冲击下，2020 年全年第一产业增加值同比增长 3%，第二产业 2.6%，第三产业 2.1%，与去年的 3.1%、4.9%和 7.2%相比，第一产业增长基本恢复至疫前水平，第二三产业受疫情不利冲击明显较大，尤其是第三产业，同比大幅下降 5.1 个百分点。分季度看，在疫情最严重的一季度，第一产业增加值同比减少 3.2%，第二产业减少 9.6%，第三产业减少 5.2%，但随后在复工复产以及各项宽松政策支持下，第一二产业优先恢复，第三产业于下半年快速恢复，成为拉动经济增长的主要边际变量，四季度产业同比增速分别为 4.1%、6.8%和 6.7%，均高于去年同期。供需端看，供给端的工业生产活动持续恢复，且当前恢复速度有所加快，需求端除出口超预期增长外，消费、投资等仍较为疲软，不及市场预期。预计今年消费和投资将继续恢复，并保证经济增速维持在较高水平上，但中国经济恢复基础尚不牢固，不确定变量是疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，国外疫情持续恶化，国内疫情零星发生，即使拜登新政府上台，市场预期中美紧张关系不会立刻改善，导致消费和投资信心受损，12 月消费增速不增反降是一个明显例证。

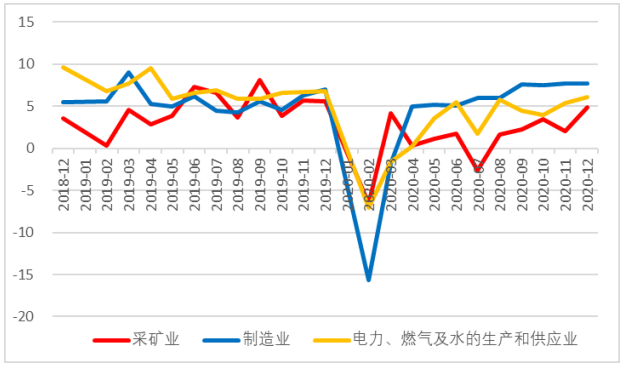
工业增加值方面，尽管受寒潮天气、部分地区限电及上年同期高基数等不利影响，国内生产活动仍然活跃，工业增加值同比增速继续回升。2020 年 12 月全国规模以上工业增加值同比实际增长 7.3%，较 11 月加快 0.3 百分点，为 2019 年 4 月以来最高，表现超出市场预期。从环比增速看趋势变化，12 月工业增加值增长 1.1%，高于 11 月 0.07 个百分点，说明工业生产边际加速，预计在政策支撑和出口、投资带动下，今年将继续保持高速增长。三大门类中，制造业增速与上月持平，12 月同比增长 7.7%，采矿业与电力、燃气及水的生产和供应业同比分别增长 4.9%、6.1%，较 11 月加快 2.9 个、0.7 个百分点。重点产品中，钢材产量、发电量同比分别增长 9.1%、2.1%，增速较 11 月加快 2 个、2.3 个百分点；水泥产量、汽车产量、原油加工量分别增长 6.3%、6.5%、2.1%，但增速较 11 月放缓。

图 3：12 月工业生产超预期加速增长（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

图 4：三大门类中，制造业同比增速最大（%）

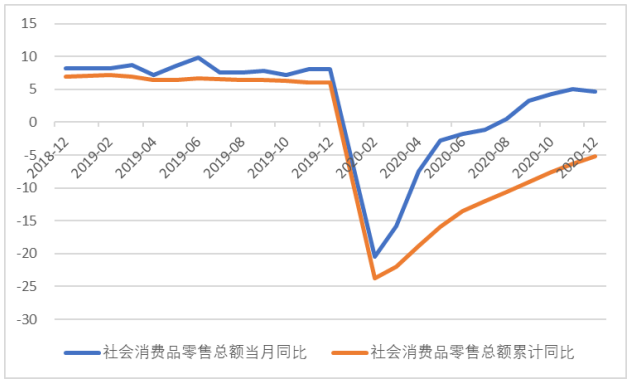


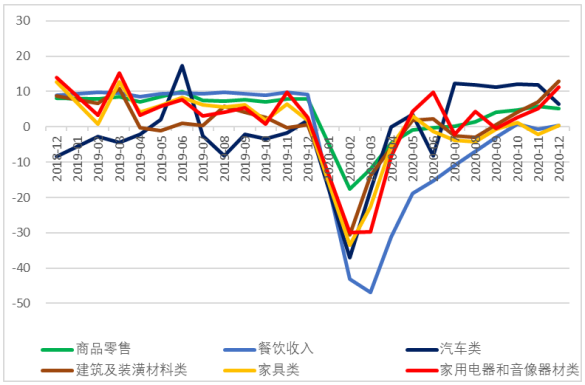
资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

消费方面，部分地区疫情反弹，消费信心再次受到冲击，消费增速不增反降，走势与市场预期相悖。12 月社会消费品零售总额同比增长 4.6%，增速比上月回落 0.4 个百分点，低于去年同期 3.4 个百分点，说明消费需求仍疲软，表现不及市场预期。其中，商品零售同比增长 5.2%，较上月下降 0.6 个百分点；餐饮收入增速在 11 月转负后再度转正，同比增长 0.4%，但远低于去年同期 9.1 的增速。累计来看，12 月社会消费品零售总额累计增速仍未转正，同比下降 5.23%，与 2019 年同期相比大幅下降 11.2 个百分点。此前一度高增的汽车类消费，12 月增速回落明显，同比增长 6.4%，较 11 月回落 5.4 个百分点。不过消费中仍有亮点，近期房地产销售回升，房地产相关消费增速回升，建筑及装潢材料类、家用电器和音像器材类消费同比分别增长 12.9%、11.2%，增速较 11 月提高 5.8 个百分点和 6.1 个百分点；家具类消费增速由负转正，同比增长 0.4%。

图 5：12 月消费同比增速不升反降（%）

图 6：商品零售同比增速回落，餐饮收入增速再度转正（%）



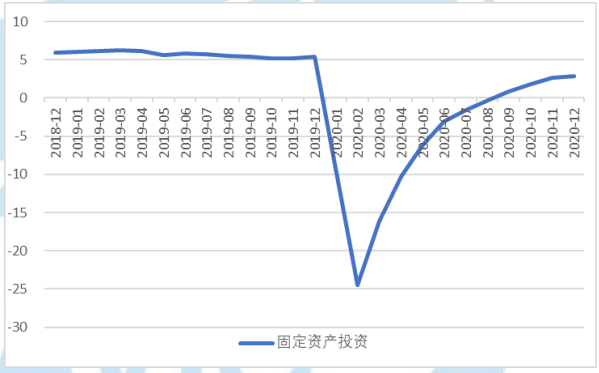


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

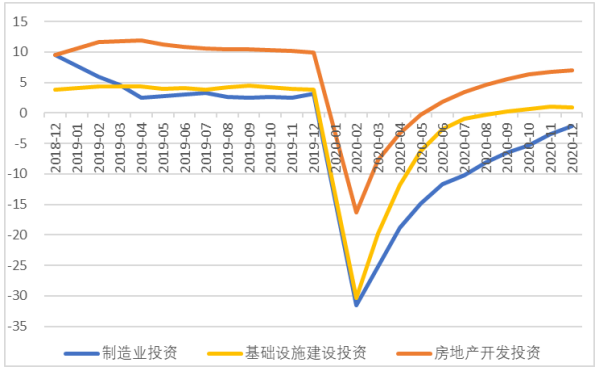
投资方面，在制造业投资持续好转、房地产投资保持快速增长的带动下，固定资产投资累计同比增速加快。1-12 月累计，固定资产投资（不含农户）同比增长 2.9%，较 1-11 月提升 0.3 个百分点，但仍低于去年同期的 2.5 个百分点，整体表现不及市场预期。从环比看趋势变化，12 月投资环比增长 2.32%，较 11 月下降 0.35 个百分点，表明投资增长正边际放缓。三大投资中，制造业投资增速仍未转正，但受益于内外需求强劲复苏、工业企业利润较快增长，有明显改善，1-12 月累计同比下降 2.2%，降幅较 1-11 月收窄 1.3 个百分点；受疫情反复及冬季气温偏低影响，基建投资增速出现回落，同比增长 0.9%，较 1-11 月回落 0.1 个百分点；房地产投资继续保持较快增长，同比增长 7%，较 1-11 月提升 0.2 个百分点，商品房新开工面积、商品房销售面积等房地产主要先行指标均改善，表明短期内房地产投资增长仍有支撑。

图 7：1-12 月投资累计同比增速加快（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

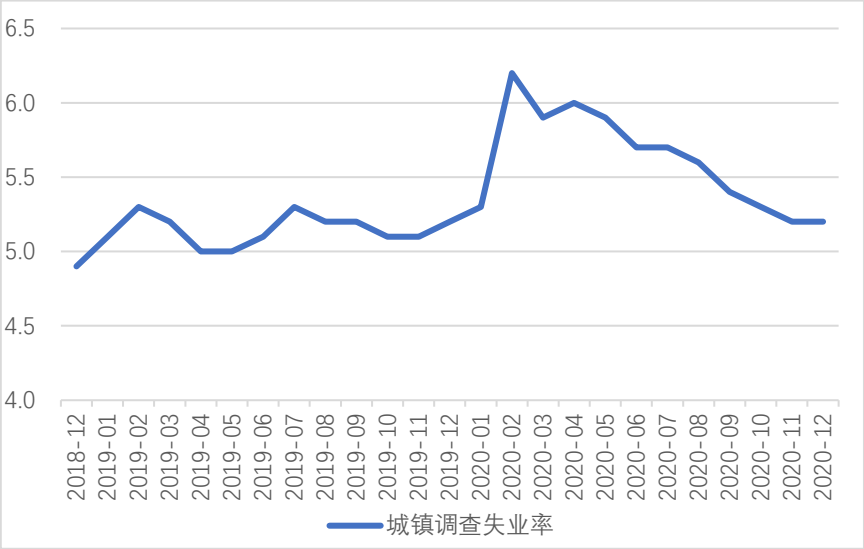
图 8：三大投资中房地产投资增速最快（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

就业方面，整体就业状况在不断改善，失业率基本回归疫情前水平，就业市场基本摆脱疫情不利影响。12 月全国城镇调查失业率为 5.2%，与上月及上一年同期持平。疫情对就业的影响较大，一方面体现在去年就业人数上，2020 年全年城镇新增就业人口 1186 万，完成了 900 万人的预期目标，但较 2019 年下降了 166 万人；另一方面反反映在居民收入上，2020 年全年全国居民人均可支配收入 32189 元，比上年名义增长 4.7%，但低于 2019 年 4.2 个百分点，如果再扣除价格因素，人均可支配收入实际增长 2.1%，比经济增速 2.3%要低，实际收入增速的放缓，直接导致消费支出的下降，去年实际消费降低 4%。

图 9：12 月失业率 5.2%，与上月持平（%）



1.2 每周要闻

1、证监会批准设立广州期货交易所

中国证监会新闻发言人高莉 1 月 22 日在证监会新闻发布会上表示，经国务院同意，证监会正式批准设立广州期货交易所。这意味着在上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所和中国金融期货交易所之外，我国第五家期货交易所将面世。业内人士透露，广期所在品种设立方面将与其他四家期货交易所形成错位发展关系。高莉表示，设立广期所是贯彻落实中共中央、国务院关于《粤港澳大湾区发展规划纲要》，国务院关于《中国（广东）自由贸易试验区总体方案》及中国人民银行、中国银保监会、中国证监会、国家外汇管理局四部委《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》的重要举措。广期所立足服务实体经济、服务绿色发展，秉持创新型、市场化、国际化的发展定位，对完善我国资本市场体系，助力粤港澳大湾区和国家“一带一路”建设，服务经济高质量发展具有重要意义。

2、银保监会举行开年首场发布会

1 月 22 日，银保监会在国新办举行发布会，这也是开年以来银保监会在国新办举行的首场发布会。银保监会副主席梁涛、银保监会首席风险官肖远企介绍了 2020 年银行保险业改革发展情况，回应了公众关注的反垄断、房地产、网络互助、银行不良贷款、金融风险、公司治理等相关的问题。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：税期因素资金面明显收紧，央行大额净投放后资金面转松

1）央行的公开市场操作：央行公开市场净投放 5980 亿元，资金面由紧转松

本周央行公开市场进行了 6140 亿元逆回购操作，本周有 160 亿元逆回购到期，因此本周净投放 5980 亿元。下周（1 月 25 日至 29 日）央行公开市场将有 6140 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 20 亿元、800 亿元、2800 亿元、2500 亿元、20 亿元；此外，下周一还有 2405 亿元 TMLF 到期，此前 1 月 15 日央行已经续做。

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	-50	-50	-20	-20	-20
7 天	20	800	2800	2500	20
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	-30	750	2780	2480	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：本周资金面因税期因素收紧，随着央行大额净投放，资金面由紧转松。1 月 20 日是企业和个人所得税缴纳截止日，另外 1 月是税收大月，缴税对资金面带来较大冲击，不过央行资金净投放力度的加大稳定了市场情绪，央行于 1 月 20 日、21 日连续开展 2800 亿元和 2500 亿 7 天期逆回购操作，实现较大规模净投放，这也意味着央行未来一段时间不会过快过度收紧流动性，整体有松有紧，精细调控将是最大特征。资金价格方面，银行间市场隔夜资金愈发紧俏七天期稍缓，隔夜回购利率保持在 2.6%附近，与七天期明显倒挂。逆回购操作量略降但仍维持大规模投放，令七天资金供给缓解，但受税期扰动，隔夜拆借仍未有实质改善。

表 2：本周货币市场利率（%）

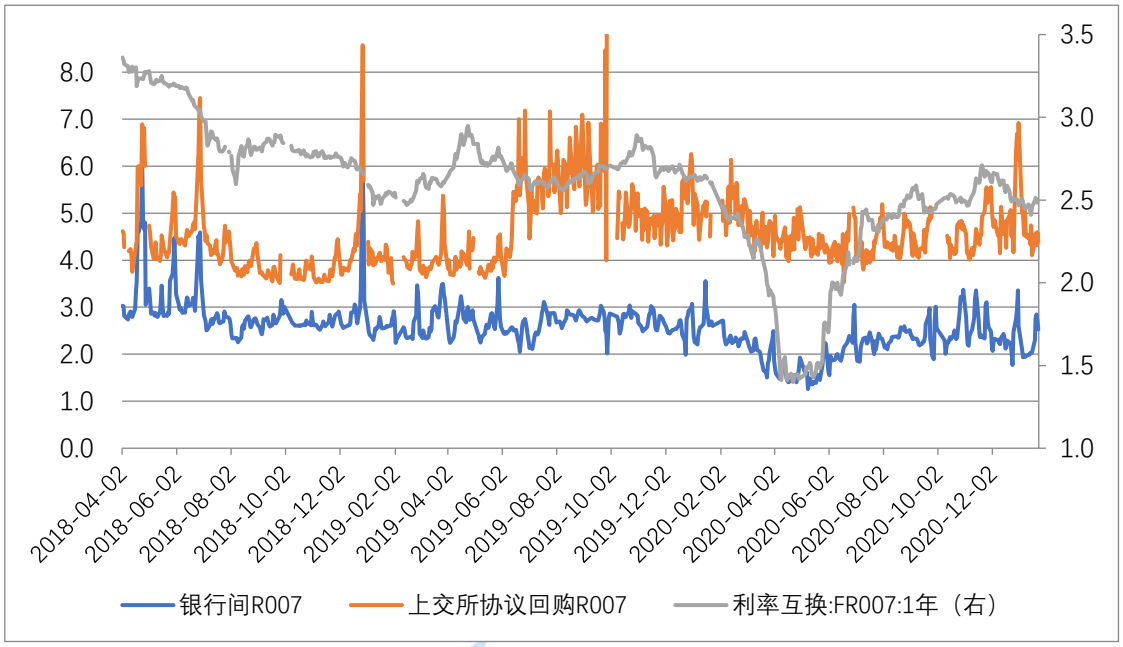
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	2.2146	2.4173	2.6477	2.7303	2.5579
	R007	2.2976	2.7555	2.8475	2.7056	2.5236
	R014	2.5733	2.8679	2.9945	2.8840	2.7656
	R021	3.0211	2.9447	2.9440	2.9079	2.8735
	R1M	2.4642	2.6239	2.8226	2.8505	2.7948
上交所协议回购	206001	4.8880	4.5660	4.4870	4.2730	4.2730
	206007	4.3890	4.5690	4.3200	4.5950	4.3890
	206014	5.2860	5.4860	5.2180	5.1610	5.0530
	206021	5.9020	5.3460	5.6640	5.7940	8.8400
	206030	5.4659	5.4660	6.9100	6.9108	5.8490
利率互换定盘：1Y	FR007	2.4980	2.5125	2.5050	2.4844	2.4654

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：预计税期结束后流动性将回归平稳局面

预计税期结束后流动性将回归平稳局面。近期央行强调货币政策“不急转弯”，若近期流动性再收紧，也不符合政策取向。此外，春节前银行面临大量现金需求，适当提前投放流动性能够有效平抑流动性波动。而央行于 1 月 20 日、21 日连续开展 2800 亿元和 2500 亿 7 天期逆回购操作，实现较大规模净投放，体现了对短期流动性的呵护。春节前流动性缺口大致在 1.5 万亿-1.6 万亿，再综合春节时点后移、缴税时点后移、债券供给回落等因素，叠加货币政策主基调，预计 2021 年春节前，流动性安排大概率是公开市场操作和 MLF 净投放，不会出现全面降准。

图 10：本周资金面边际收敛，但整体维持宽松（%）



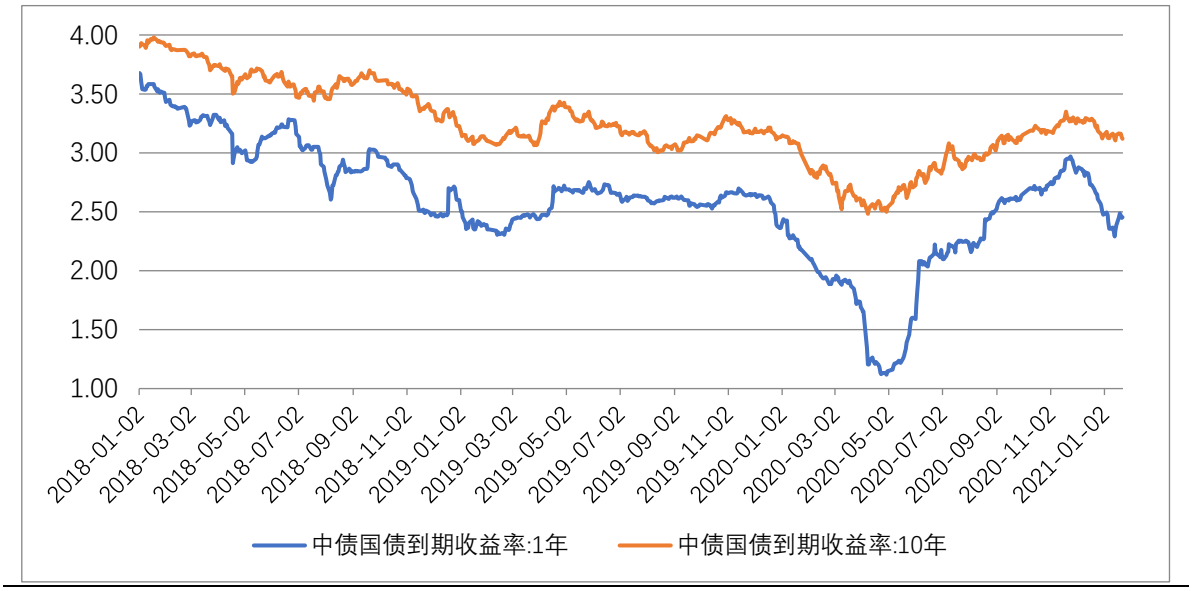
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析：当前债市关注点在于货币政策，央行操作仍以维持资金面稳定为主

1）利率债走势复盘：央行大额净投放，资金面先紧后松，债市情绪上扬

受税期影响本周资金面明显收紧，央行及时大额投放维稳资金面，长债收益率震荡下行。具体来看，周一公开市场净回笼 30 亿，资金面收紧明显，单给公布了四季度 GDP、消费、工业增加值等宏观数据，均高于预期，也给债券市场带来一定压力，当日债券收益率上行明显；周二，公开市场净投放 750 亿元，资金面依然紧张，但是较前几日的 20-50 亿的小额投放明显增多，市场的做多情绪被点燃，长债收益率下行；周三，公开市场净投放 2780 亿，资金面依然保持全天紧张的态势，仅在尾盘略有好转，但紧张的资金面并未影响债市情绪，在大额净投放的鼓励下，长债收益率小幅下行；周四，公开市场净投放 2480 亿，连续两日净投放在 2000 亿以上，资金面终于开始转松，直至尾盘资金开始减点融出，长债收益率明显下行；周五，央行开展了 20 亿元 7 天期逆回购，完全对冲到期规模，随着缴税高峰过去，资金面转为宽松，国内疫情扩散也提振了避险情绪，长债收益率继续下行；本周 10 年国债活跃券 200016 累计下行 2.75bp 至 3.1175%，10 年国开活跃券 200215 累计下行 3.5bp 至 3.5075%。

图 11：本周 10 年期国债收益率下行（%）



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：货币政策方向仍是维持资金面稳定，交易盘避免追涨，配置盘逢收益率高点配置

基本面数据对债市虽不友好，但是当前债市关注点在于货币政策，在跨周期政策框架下，央行的操作会尽量避免给市场带来过于明显的单边预期。从本周发布的经济数据来看，四季度 GDP 同比超预期，而近期工业品高频价格环比涨幅持续较大，反映经济名义增速上行，不过当前债券市场的核心仍然是货币政策，基本面尚不是主要矛盾。从央行巨量开展公开市场操作的背景来看，1 月中旬以来，随着缴税日的来临，流动性持续收敛，资金利率大幅走高，其中，DR001 和 R001 双双刷新逾两个月新高。随着资金价格持续上行并突破央行 OMO 政策利率（7 天 2.2%），央行旨在通过放量逆回购来稳定市场预期，维持流动性合理充裕状态，净投放“削峰填谷”特征显著，逆回购投放量增加，反映的是流动性缺口较大，表明的是央行维持货币环境整体稳定的决心，并不代表宽松加码。在跨周期调节的框架下，央行不会让单边趋势过强，这将使得货币政策在灵活调节的过程中带来一定的预期差，从而削弱债市单边的力量。因此对于交易盘来说，避免跟风追涨，短期见好就收，对于配置盘来说，应逢收益率高点配置。

2.3 存单与信用债分析：信用债各等级及各期限收益率多数上涨

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 3,290.00 亿元，较上周发行量上涨 18.57%。本周存单到期量为 4,327.50 亿元，较上周到期量上升 62.97%。

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 26.78bp 报 2.2926%，3M 期存单收益率较上周上涨 12.62bp 报 2.4675%，6M 期存单收益率较上周上涨 9.80bp 报 2.6249%，9M 存单收益率较上周上涨 7.10bp 报 2.7140%。

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 3,348.57 亿元，较上周环比下降 13.70%。

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多数上涨，AAA 级 1 年期、AAA 级 3 年期、AAA 级 5 年期较上周分别上涨 3.30bp、上涨 8.12bp、上涨 2.07bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别上涨 0.28bp、上涨 1.12bp、上涨 2.07bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别下降 3.72bp、上涨 0.12bp、下降 1.20bp。

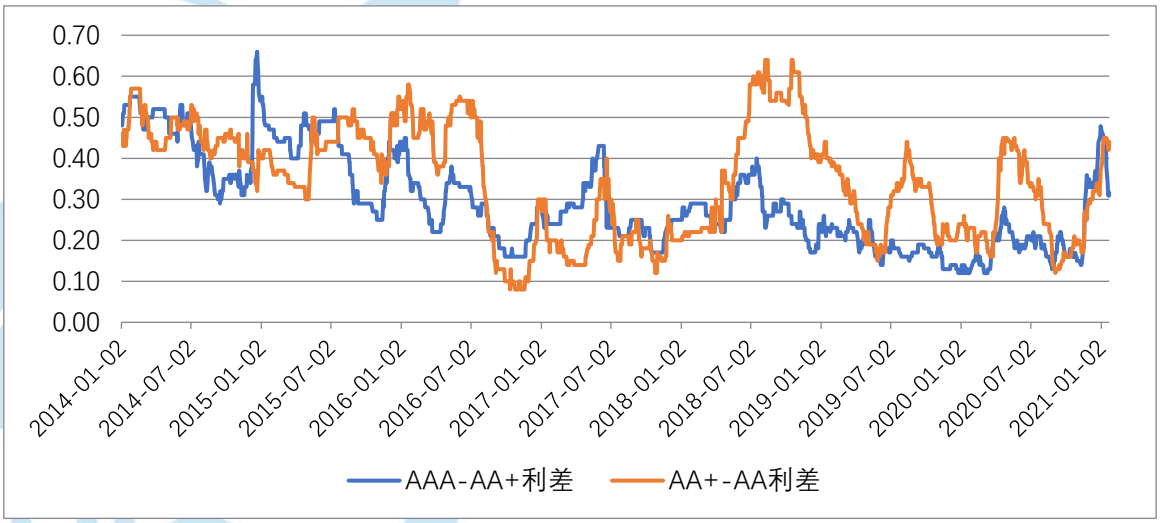
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	2.949	14.70%	3.30
信用债(AAA)：3 年	3.5403	25.40%	8.12
信用债(AAA)：5 年	3.700	18.40%	2.07
信用债(AA+)：1 年	3.208	16.20%	0.28
信用债(AA+)：3 年	3.849	29.50%	1.12
信用债(AA+)：5 年	4.260	32.00%	2.07
信用债(AA)：1 年	3.608	27.80%	-3.72
信用债(AA)：3 年	4.289	34.90%	0.12
信用债(AA)：5 年	4.710	32.00%	-1.20

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 7bp 至 31bp，AA+和 AA 之间的利差较前周收窄 1bp 至 44bp。

图 12：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：权益市场全周震荡上行，可转债市场随权益市场上涨但涨幅不及权益，关注顺周期、消费、科技成长龙头、银行龙头、绩优标的

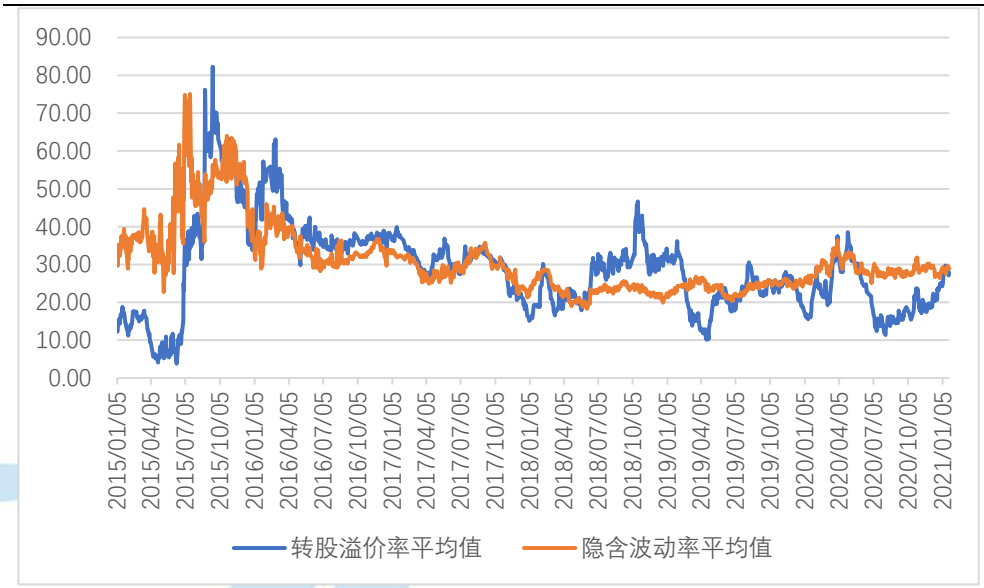
1）可转债的走势复盘：权益市场全周震荡上行，可转债市场随权益市场上涨

本周权益市场全周震荡上行，上证指数本周收于 3606.75 上涨 1.13%，深证成指本周上涨 3.97%，创业板指本周上涨 8.68%，中小板指本周上涨 3.96%，成长风格板块表现好于价值风格板块。可转债市场随权益市场上涨但涨幅不及权益，本周上证转债上涨 0.56%至 333.81，深证转债上涨 1.54%至 271.32，中证转债上涨 0.92%至 377.31，其中，东时转债、英科转债、金能转债、明阳转债、隆 20 转债等领涨，英科转债周五盘中最高报 3548.988 元，价格再创历史新高；亚药转债、宏川转债、溢利转债、孚日转债、瀚蓝转债等领跌。一级方面，本周金陵转债、世运转债、星源转 2、日升转债四只转债发行，健 20 转债、旺

能转债、新乳转债、靖远转债、韦尔转债五只转债上市，其中，韦尔转债首日开盘价达到 230、收涨 72.18%，而同日上市的靖远转债则收跌 6.85%。

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震荡下行，隐含波动率震荡上行，转债市场整体股性有所减弱。

图 13：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：高位品种波动将放大，积极把握绩优转债品种，关注顺周期、消费、科技成长龙头、银行龙头、绩优标的

权益市场目前无论是成长股、还是优质价值股均已不便宜，在“高低”切换难以顺畅过度的时候，高位品种波动将放大。而这类转债波动甚至大于正股，因此需要降低此类品种仓位来减缓净值回撤。核心赛道成长品种高估值的支撑依靠充裕的流动性，但波动可能会加大。光伏、新能源汽车、白酒等核心赛道品种虽然兼具成长逻辑及基本面优异表现，但高估值无疑已经透支了未来的盈利空间。高估值下部分资金的切换将加大此类板块的波动，此类转债品种需要注意回撤风险。积极把握绩优转债品种，可能是下一阶段较好的选择。

顺周期行情已进入下半程，行业轮动加速，在顺周期行业调整过程中存在波段机会，重点关注业绩稳定、基本面良好的标的。同时，考虑布局银行业中弹性较好的个券。中长期依然看好消费行业以及科技行业；风格方面，抱团行情仍未结束，优质白马券值得持续关注，在个券筛选方面应考虑有业绩支撑、性价比较高的转债。对于打新，则需要关注市场情绪，若情绪过冷或短期供给过多则需谨慎。综上所述，建议关注以下行业：（1）全球经济复苏的顺周期板块持续性依然较强，中期依然看好消费行业及科技成长龙头；（2）银行龙头业绩超预期，继续强调优质金融品种的配置价值；（3）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：短期震荡中关注结构 中期配置绩优股、顺周期、金融和可选消费龙头

1） 权益市场走势复盘——股指冲高震荡 盘中波动加大 短期分歧增加

本周市场震荡冲高，波动频度较前期显著增加；上证综指最终报收于 3606 点，全周上涨 1.13%；同期深圳成指和创业板指分别上涨 3.97%和 8.68%。量能方面，两市合计成交 4.15 万亿元，总体维持在较高水平，但连续第二周环比萎缩，幅度逾一成。

板块表现上，医疗服务、生物医药、资源有色、光伏新能源等行业表现不俗，股价走势上强者恒强特征明显；而金融、5G、芯片等板块在上周走强后明显转弱，周内调整明显；个股表现方面，后半周漂亮 50 再度出现集体抱团上涨迹象。不过，盘面上市场震荡频率显著增加，表明投资者心态较不稳定，目前环境下投资者对后市分歧加大。

图 14：上证综指冲高回落 震荡频率增加 短期分歧加大



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，美股三大指数均上涨，道指本周上涨 0.59%，报 30996.9800 点，纳指本周下降 1.94%，报 13543.0600 点，标普 500 指数本周上涨 1.94%，报 3841.4700 点。

近期公布的 12 月美国非农数据和零售销售数据均表现不佳，显示出冬季疫情恶化已经令经济活动承压，加上疫苗接种的速度比此前预期的慢，使得市场对经济前景的担忧有所增加。对此，美国财政部长提名人耶伦支持出台更多财政刺激措施。此番耶伦呼吁“宽财政”，对市场来说有一定的提振效应。如果后续经济数据持续低迷，耶伦会展现出对财政扩张更为坚定的决心。然而，市场也不认为耶伦是“可以改变游戏规则的人”，毕竟财政部不是美联储，相比货币政策的灵活，财政法案需要国会通过，受政治影响更大，过程也更为复杂。因此，宽财政若要顺利推行还需得到更多共和党人的支持。从这个角度看，围绕财政计划的博弈还将继续，最终哪些措施能够顺利落地、落地的规模有多大，都还有较大不确定性。

图 15：美股三大股指均上涨



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——短期震荡中关注结构，中期配置绩优股、顺周期、金融和可选消费龙头

四季度宏观经济增长超预期，继续支撑市场。国家统计局 18 日发布数据， 2020 年我国国内生产总值（GDP）首次突破 100 万亿元大关，全年 GDP 增长 2.3%，其中四季度 GDP 同比增速为 6.5%，创 2018 年四季度以来新高，高于市场预期。国内经济持续复苏得到数据进一步验证，为市场提供了基本面支撑。

不过，流动性收缩预期增强，增加了短期市场压力。一是，近期央行公开市场投放金额降低，其中上周五 MLF 投放 5000 亿元，替代本月到期的 MLF 与 TMLF 资金，续作量低于市场预期。此举增加了市场对短期流动性收缩的担忧。从市场反应看，本周 7 天期 shibor 利率明显上涨，1 月 20 日达到 2.4930%，创出了去年疫情以来的最高点。二是，国内资金南下港股的速度超出预期。新年以来，南下资金单日净流入额迭创新高，1 月 19 日单日净流入额高达 266 亿港元；截至 1 月 22 日，南下资金累计净流入金额已达 2312 亿港元。大规模资金南下港股投资，增加了国内 A 股投资资金的分流压力。从市场表现看，A 股受到了分流影响，两市量能在年初创出高点后近两周环比持续萎缩。

预期南下资金仍可能维持较高净流入，继续对 A 股资金面形成不利影响。相对 A 股，港股 2020 年受地缘政治与海外疫情的影响，估值被极度抑制，目前仍处于全球股市估值洼地，相对 A 股估值吸引力较强，具备良好的投资性价比。同时，港股市场拥有较多优秀的互联网上市企业，如腾讯控股、阿里巴巴、美团、京东等。此外，在近期美国拜登总统上台，中美关系有望阶段性缓和的情况下，港股市场外围环境明显改善。因此，港股有望持续吸引南下资金净流入，进而对 A 股资金面形成牵制。

但从中期看，港股的短期资金面分流影响不会对 A 股形成长期制约。A 股仍将是国内居民财富加大权益资产配置趋势的最大受益者，且促进国内居民财富向权益市场配置转移、积极引入保险等长期资金配置 A 股，是今年监管层的重要工作。

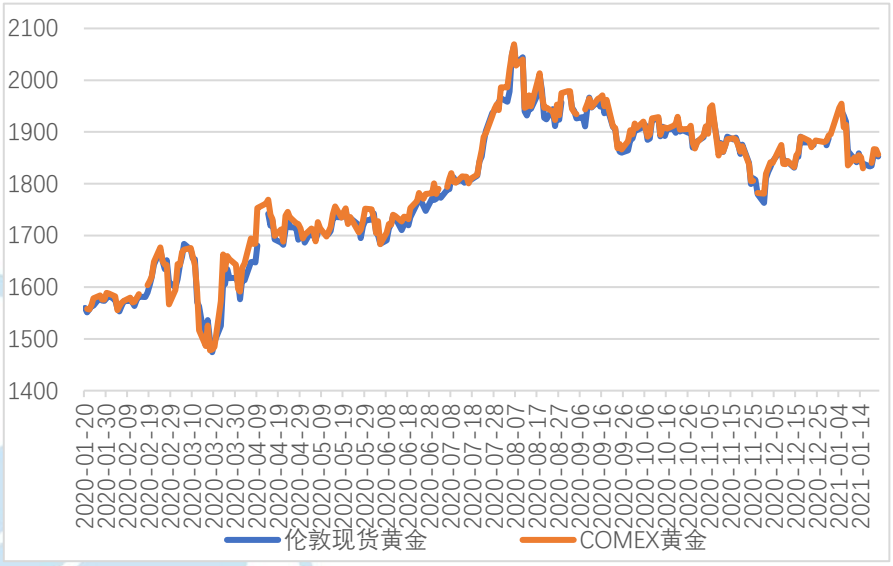
此外，拜登上台后，中美关系大概率短暂缓和，也有利于 A 股市场平稳运行。1 月 20 日拜登正式宣誓就职第 46 届美国总统，美国大选落定。外围市场不确定性显著减弱，美股近期续创新高，为国内市场营造了较好的氛围。

综合看，短期 A 股或呈震荡走势，短期大涨大跌的概率均较小；中期方面，受益于国内经济和居民财富配置转移，A 股继续看好。投资上，短期震荡市中建议继续关注结构机会；中期布局建议重点配置估值合理或低估值的绩优蓝筹；行业配置上，建议重点关注顺周期、金融和可选消费。

3.2 黄金市场分析：美新政府计划推出大规模刺激方案推动金价上涨，但疫情恶化和方案实施难度较大也限制金价涨幅

金价本周止跌回升，周五，伦敦现货黄金价格较周四下跌 9.4 美元，或-0.5%，收报于 1852.7 美元/盎司，但全周累计上涨 0.74%；美国 COMEX 黄金期货结算价下跌 9.7 美元，或-0.52%，收报于 1856.2 美元/盎司，全周累计上涨 1.44%。这是金价近三周以来首次上涨，同时创下去年 12 月中旬以来最大单周涨幅。

图 16：本周金价止跌回升（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

金价在本周先涨后跌但整体录得上涨，主因是民主党新总统拜登入主白宫引发市场对大规模刺激案的乐观预期，主导了上半周金价的上涨，但共和党出面反对拜登刺激方案、全球疫情继续恶化等也限制了金价涨幅。拜登周三宣誓就任美国新一任总统，上台后就拨乱反正，连续签署了创历史记录的行政命令，以纠正过去特朗普政府的多项不正当政策。在上周拜登为上台前，他就公布了一项规模达 1.9 万亿美元的紧急救援计划，市场对此看法偏乐观，美国三大股指续创历史纪录，而大规模刺激所带来的通胀预期也加强了黄金对市场的吸引力，使得金价在前三个交易日连续上涨，周三拜登上台当天金价更是大涨近 2%。不过这项刺激法案受到参议院共和党人的普遍质疑，他们认为此方案的紧迫性和规模没有那么高，因为不久前特朗普政府刚通过一项 9000 亿美元的援助法案，这导致市场对拜登刺激方案能否在参议院获得通过有所怀疑，进而导致金价开始下跌。此外，随着英国新病毒株在全球各地蔓延，疫情持续徐恶化，疫情较严重国家计划延长封锁时间，这使得一些投资者抛弃黄金转而购买美元避险，也抑制了金价的上涨。

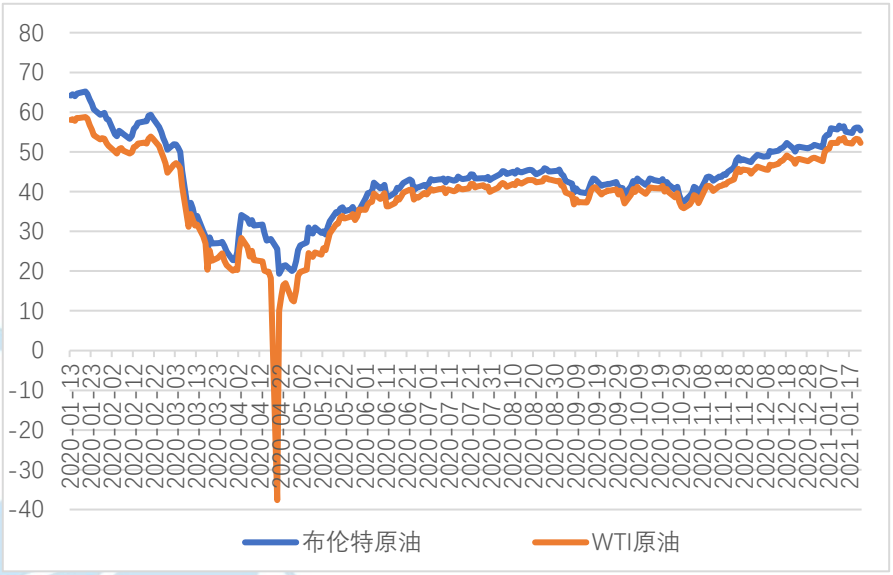
金价短期内有进一步上涨的可能。尽管拜登新政府上台后，市场预期其未来实施的政策将比前任政府更加具有可预见性和稳定性，这有利于降低国内政治动荡、地缘政治冲突加剧、国际贸易争端等各种不确定性，从而不利于金价，但一周前拜登政府释出的经济援助方案也说明，在美国经济仍未完全复苏、疫情继续恶化的背景下，拜登政府推出更多刺激方案的预期更高，美元将继续贬值，支撑金价继续上涨。同时，获提名美国新财政部长的前美联储主席耶伦在本周美国参议院金融委员会获得全票通过，预计下周在参议

院的通过也将毫无悬念，由于耶伦主张通过加大刺激力度让美国经济尽快摆脱疫情困境，对拜登的援助方案明确也表达支持，市场预期未来经济刺激力度将加大，也有利于金价上涨。

3.3 原油市场分析：美新任政府计划推出更大经济刺激提振市场预期，但全球疫情恶化也抑制原油需求前景，油价涨跌互现

本周油价变化不大，周五，布伦特原油期货合约结算价较周四下降 0.69 美元，或-1.23%，收报于每桶 55.4 美元，但全周累计微涨 0.56%；美油 WTI 期货合约结算价下降 0.86 美元，或-1.62%，收报于每桶 52.27 美元，全周累计小幅下跌 0.17%。

图 17：本周油价涨跌幅不大（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

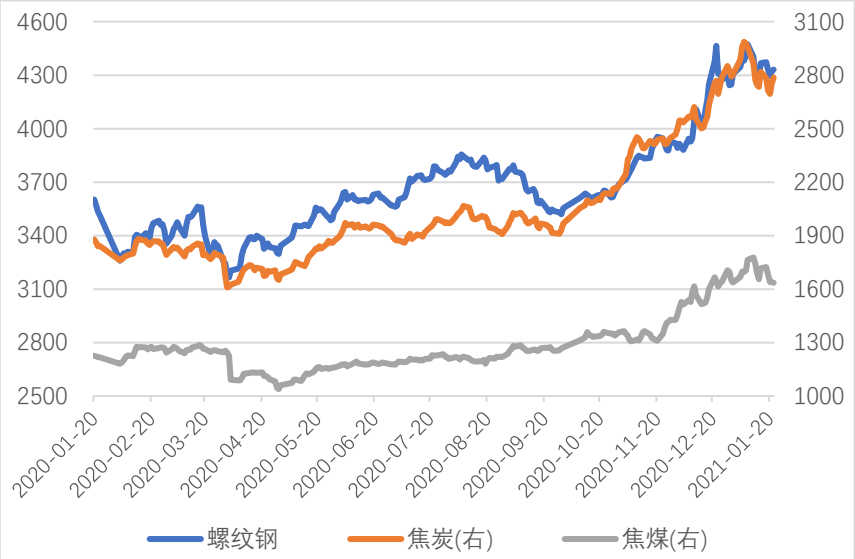
本周油价涨跌互现，原因一方面，拜登新政府计划推出大规模刺激计划一度提振市场对经济复苏的预期，对油价产生刺激，但另一方面，各国疫情加速恶化，美国原油供应量意外大增，也引发市场对石油需求前景的担忧，抑制油价上涨。美国新总统拜登周三上任，让在一周前公布了规模达 1.9 万亿美元的经济刺激计划变得更加现实，当天推升油价大涨，他表示有必要进行大胆投资来帮助启动经济，以应对疫情冲击，这项救助方案不仅包括提高家庭直接救助金额，还包括对受疫情冲击特别严重的小型企业与社区提供更大力度的援助。但是，本周英国、德国、美国以及一些东南亚国家的疫情继续恶化，新增和死亡病例创下新高，也导致市场普遍看跌全球经济复苏的前景，原油需求不会大幅增加，加上 EIA 本周公布的库存数据显示，美国原油库存的增加大幅高于市场预期，投资者对前景更加看淡，导致油价冲高回落。

疫情恶化不会在短期内扭转，欧美国家疫苗接种速度不及预期，将继续压制油价上涨。目前英国发现的传染性更高的新病毒株已经在全球范围散播，导致欧美国家疫情持续紧张，没有减缓的迹象，预计疫情隔离措施不会在短期内放松，如果疫情继续恶化，疫苗接种不能大范围实施，甚至有防控隔离措施加强的可能，英国政府称防控措施可能会延续到今年夏季。另外，国际能源署（IEA）本周预测上半年全球石油需求仍将受到疫情病例激增的打击，并将一季度原油需求下调 58 万桶/日，全年需求下调 30 万桶/日，表现原油需求前景并不乐观。在此背景下，我们认为原油上涨的动力不足，近期将维持在每桶 55 美元上下波动，全年将在 50-60 美元之间波动。

3.4 黑色产业链分析：淡季和寒潮打击下游需求，加上前期获利了结，黑色系价格继续回调

黑色系产品价格继续回调，周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周同期每吨下跌 64 元，收报于 4332 元/吨，跌幅 0.82%；焦炭价格每吨下跌 32 元，收报于 2786.5 元/吨，跌幅 1.14%；焦煤价格每吨下跌 89 元，收报于 1635 元/吨，在三者中跌幅最大，为 4.72%。

图 18：本周黑色系产品价格继续回调（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

疫情反复和寒潮导致双弱格局供需延续，但需求端压力更大，导致螺纹钢价格继续回调，未来需警惕疫情扩散带来的不确定性。近期全国各地疫情新增病例增多，加上寒潮和淡季期部分项目停工，螺纹钢需求呈现季节性走弱，螺纹累库仍在加速，表观需求连续 4 周低于去年农历同期水平。供应方面，由于螺纹钢利润下滑，同时华北部分地区重启环保限产，螺纹产量继续减少。因此整体供需双弱，但需求端压力更大，拖累螺纹钢价格。但中长期来看，国内外制造业景气度上升，有望迎来制造业主动补库周期，未来螺纹钢需求预期较强，期价将以高位震荡为主。

本周现货第 14 轮提涨基本落地后，山西至河北焦炭运输也开始恢复，供应继续恢复，加上下游钢厂因受淡季和寒潮影而导致利润下降，对焦炭的需求受到压制，近期焦炭期价有高位盘整的预期，下降幅度不算太大。近期焦煤市场呈稳中偏强运行，本周期价下跌主要还是归因于前面价格涨幅过高带来的获利了结，但临近春节，国内煤矿产量受保供、保安全双重影响，部分企业或提前放假，总体产量或持稳；进口方面，蒙煤通关量仍偏低，澳煤通关虽预期波动，但也未明确放行，预计本周将调整后短期将以震荡为主。

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，将在合理均衡水平上保持基本稳定

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.4617，较上周上涨 0.02%。即期汇率报 6.4777，较上周下降 0.04%。美元指数报 90.2112，周跌 0.64%。

人民币汇率升值势头有所放缓，美联储在新一轮财政刺激预期下可能提前结束资产购买计划，美元指数止跌。从人民币汇率走势的长期驱动力来看，主要源于经济增长前景、货币政策、通胀预期和贸易顺差等因素。对于未来人民币汇率，我们认为单边上涨的趋势可能已经结束，未来双向波动可能会是常态。主要原因在以下几个方面：

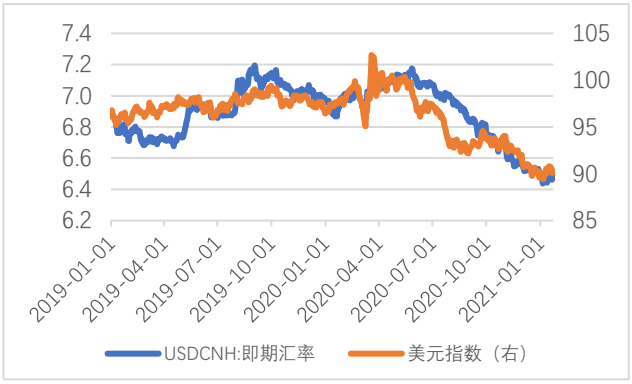
当前，人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，与我国对外贸易和经济基本面是相符的。与其他主要货币相比，人民币对美元汇率升值幅度也较为适中。二是中美利差回落，这意味着人民币兑美元单边升值势头可能已经结束。三是大规模财政刺激增加了美国居民储蓄，未来某段时间可能引发美国通胀上升，从而美元汇率可能会反弹。因此，人民币汇率双向浮动将成为常态，将在合理均衡水平上保持基本稳定。

图 19：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 20：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	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。