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:跨年资金面宽松，PMI 显示经济延续复苏，权益和债券均收涨（2020.12.28-2020.12.31）

金融市场分析周报　　2020 年 1 月 4 日

摘要

- **PMI 数据：受限电措施、疫情零星散发等因素影响，中国经济边际改善幅度放缓，但向好势头不变。**12 月制造业 PMI 和非制造业 PMI 均环比回落，但两个指数已连续 10 个月处于扩张区间，且位于年内较高水平，表明中国经济正持续复苏，向好势头没有改变。在需求不断修复和强劲出口的拉动下，四季度 GDP 增速或将继续冲高，而且中央政策仍保持一定可持续性，不会急转弯，预计今年下半年经济增速将恢复至正常轨道。

- **资金面及央行公开市场操作：本周资金面十分宽松，1 月的缴税期延至 1 月 20 日，预计第二周起缴税因素将开始影响银行间流动性。**央行持续开展公开市场操作，全周累计净投放 1300 亿，期限以 14D 跨年资金为主，不仅年内隔夜资金价格大幅下行，而且跨年资金也十分宽裕。1 月的缴税期延至 1 月 20 日，预计第二周起缴税因素将开始影响银行间流动性。此外，考虑到今年春节位于 2 月，预计民众的现金需求将分散到 1 月和 2 月上旬，1 月资金面受到取现需求的冲击也将更多的集中在月末时点。公开市场操作到期压力适中，当前较高的超储水平或使得货币政策保持稳健中性。12 月较高的超储水平会为年初时点的货币政策提供更多的摆布空间。当前货币政策的主基调依然维持灵活精准、合理适度，这或说明今年年初时点央行或将在容忍一定水平的超储下降的基础上进行灵活调控，维持金融市场的整体稳定。
- **利率债：2021 年一季度长债收益率预计以震荡为主，但长端利率的趋势性机会需要等到实体融资需求的真实回落。**在 2020 年末央行超预期流动性投放护航跨年流动性之后，预计一季度公开市场操作方面会有所调整，意在不给市场释放过于宽松的预期，因此预计一季度资金面将有所收敛甚至波动，从而造成债市的波动，但是从往年的历史数据来看，一季度熊市的情况较少出现，原因可能是年初是全年经济预期形成的时间，而两会前货币、财政政策通常会保持相对稳定，政府债供给量偏少，较为宽松的资金面主导下，利率大幅上行的可能性有所降低。但长端利率的趋势性机会需要等到实体融资需求的真实回落。
- **可转债：权益市场全周录得上涨行情，可转债随之上涨，关注顺周期、消费龙头、价格回落但正股优质的科技、银行品种。**权益市场全周录得上涨行情，可转债随权益市场上涨，市场情绪渐进好转。新年伊始，权益市场仍处于震荡慢涨行情中，当前的转债市场有较高性价比，但需要关注股市震荡、债性保护较弱的风险，结合自上而下的思路，考虑有业绩支撑、性价比较高的转债，建议关注顺周期、消费龙头、价格回落但正股优质的科技、银行品种。
- **权益市场：A 股中期行情或在徐徐展开 持续关注顺周期、可选消费和核心科技。**2020 年最后一周市场先抑后扬，各大股指纷纷创出新高，表现强势。2021 年是“十四五规划”开局之年，A 股有望持续活跃，尤其 2021 年年初春季行情。目前看，有利因素正占据主导：国内经济保持向好态势；监管层持续推动居民财富配置权益市场，一季度股市流动性有望延续宽松；美联储延续宽松政策，拜登正式上台中美经贸关系恶化风险下降等。不利因素有：短期国内外新冠疫情干扰，反垄断监管趋严，结构性高估值分歧仍大等。但总体上中期形势向好，A 股春季行情或正徐徐展开。总体上，建议投资者顺势而为、抓住主线、积极布局。板块配置方面，建议持续关注广义顺周期：低估值上游（有色资源等）、大金融，可选消费和核心科技股。

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：美新经济刺激计划意外签署、疫情继续恶化等，推动金价上涨。**美总统意外签署新经济刺激计划，打压了美元并提高了黄金的吸引力，同时疫情继续恶化，尤其是英变异新毒株的全球扩散压制投资者信心，也提升了黄金的避险需求。尽管金价上涨面临一定压力，但短期走势将很大程度上取决于美国刺激措施的规模以及疫苗推出的实际效果，金价或维持每盎司 1900 美元上下波动。

- **原油：美新经济刺激计划和原油库存下降刺激油价上涨，但疫情继续恶化也限制油价涨幅。**美国会通过新一轮经济援助计划并得到总统签署，提升了全球市场风险偏向，加上 EIA 原油库存下降，给油价上涨提供有力支撑，但新冠疫情继续恶化，同时 OPEC+下周料将上调原油产量，令油价涨幅有限。全球疫情继续恶化也给原油需求前景蒙上阴影，令原油上涨面临更多压力。短期内，美新经济刺激方案和疫苗上市仍将给油价产生一定支撑，预计油价会维持在 50 美元/桶上方。

- **黑色产业链：需求保持旺盛但供给仍偏紧，推动黑色系价格继续上涨，但上游焦煤价格微幅回调。**螺纹钢、焦炭价格上涨，焦煤价格下跌，但临近假期交投不活跃，涨跌幅均不大，原因是一方面 12 月 PMI 数据表明下游行业仍在继续恢复，对上游原材料的旺盛需求仍存；另一方面，国际大宗商品价格仍持续上涨，市场看多氛围下黑色价格不会很快转入下跌趋势，预计黑色系价格近期将维持高位震荡状态。

- **人民币汇率：在稳健的基本面因素支撑下，人民币仍有升值空间。**2020 年，受美国经济衰退、美国联邦储备委员会实施超低利率政策等因素影响，美元汇率全面走低。2020 年刚刚翻篇，人民币汇率稳中有升、弹性增强，以 6.2%的年度涨幅，于全球金融市场一众资产类别中，表现亮眼。亮眼的并不只有 6.2%这一数字。市场上还有很多推动人民币汇率上涨的引擎——中国是 2020 年全球唯一实现经济正增长的主要经济体、出口连续 8 个月正增长、境外机构投资者连续 24 个月增持人民币债券。2021 年已开新卷。在稳健的基本面因素支撑下，人民币仍有升值空间。中美贸易顺差居高不下，2021 年上半年中国出口动能仍然较强。同时，对比生产力来看，中国科技进步、产业链升级速度很快，所以人民币面临较强升值压力。

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 12 月制造业/非制造业数据 4
1.2 每周要闻 6
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 17
3.5 人民币兑美元汇率分析 18

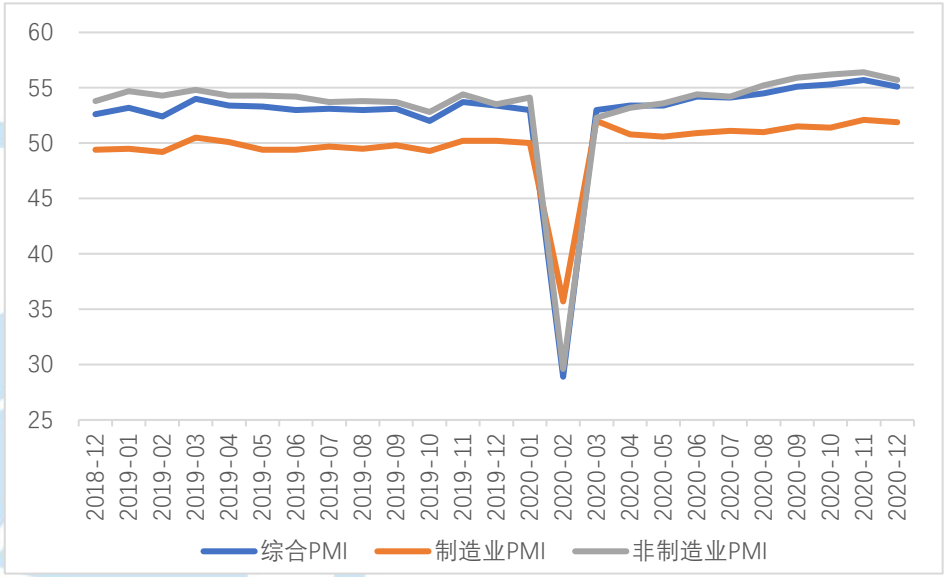
一、 本周重点经济数据分析

1.1 受限电措施、疫情零星散发等因素影响，中国经济边际改善幅度放缓，但向好势头不变

受限电措施、国内疫情零星散发及高基数等多重因素影响，中国制造业和非制造业采购经理指数（PMI）均环比回落，但两个指数仍为年内较高水平，且连续 10 个月处于扩张区间，表明中国经济持续复苏和向好势头没有改变。国家统计局 12 月 31 日公布的数据显示，12 月制造业 PMI 为 51.9，较 11 月回落 0.2 个百分点；非制造业 PMI 为 55.7，较 11 月回落 0.7 个百分点；两指标双双回落之下，拉低综合 PMI 下降 0.6 个百分点至 55.1。

经济持续向好下，预计今年下半年增速将恢复正常。在近期需求不断改善与出口强劲拉动下，四季度国内 GDP 增速或将冲高至 6.5%。中央经济工作会议定调宏观政策保持可持续性、不急转弯，政策不会很快退出，因此 2021 年中国经济将继续复苏，受低基数影响全年增速料前高后低，下半年逐步向真实潜在增速回归，预计全年增速在 8%-10%之间。

图 1：12 月制造业和非制造业边际增速下降，但仍保持较高水平（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

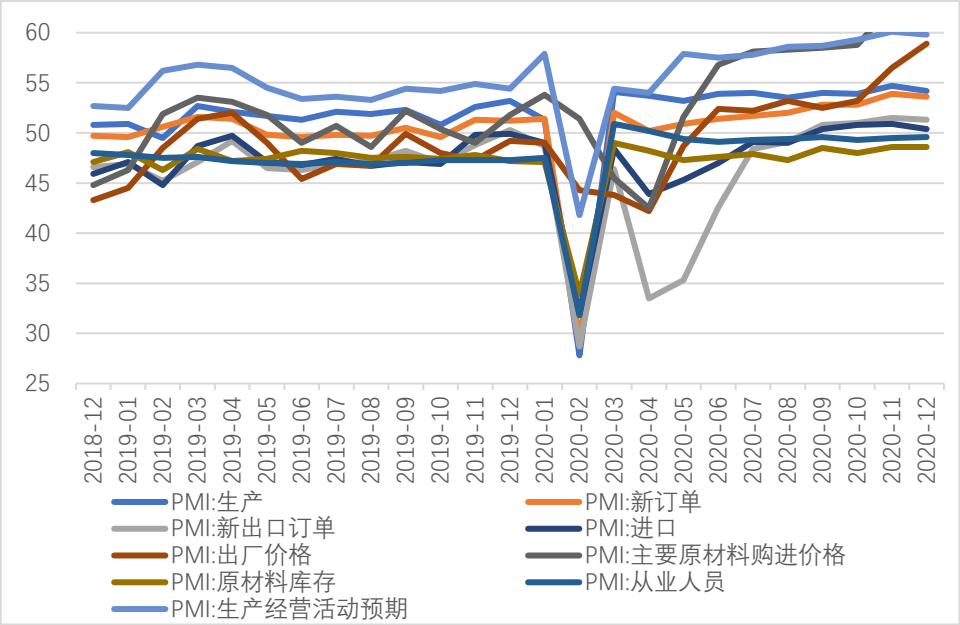
从制造业 PMI 主要指标看，除两个价格指数、产成品库存指数和从业人员指数外，其他指数都较上月有不同程度回落。供需两端，12 月生产指数和新订单指数为 54.2 和 53.6，分别较 11 月回落 0.5 个和 0.3 个百分点，但仍处于荣枯线之上，表明供需两端边际改善均放缓，两者差距进一步缩小说明需求恢复速度正在向供给追赶，制造业整体结构继续改善。

受益于海外经济的恢复，新出口订单指数连续多月保持上升后，12 月环比回落 0.2 个百分点至 51.3，同时国内经济向好和需求的改善，也带动进口继续提升，进口指数为 50.4，较 11 月回落 0.5 个百分点，仍处于扩张区间。

在市场需求回暖推动下，近期一些大宗商品价格持续攀升，导致制造业原材料采购价格和产品销售价格加速上涨，12 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为 68 和 58.9，分别较 11 月大幅提高 5.4 个和 2.4 个百分点，纷纷升至年内新高。原材料价格上涨较快，更有利于上游行业盈利的改善改善，但对下游行业利润将造成挤压。

12 月生产经营预期指数下降 0.3 个百分点至 59.8，为 2020 年次高，表明企业对未来市场发展仍然信心十足。从业人员指数为 49.6，较 11 月微升 0.1 个百分点，表明在经济复苏下制造业企业削减用工人员和成本的状况正在改善。

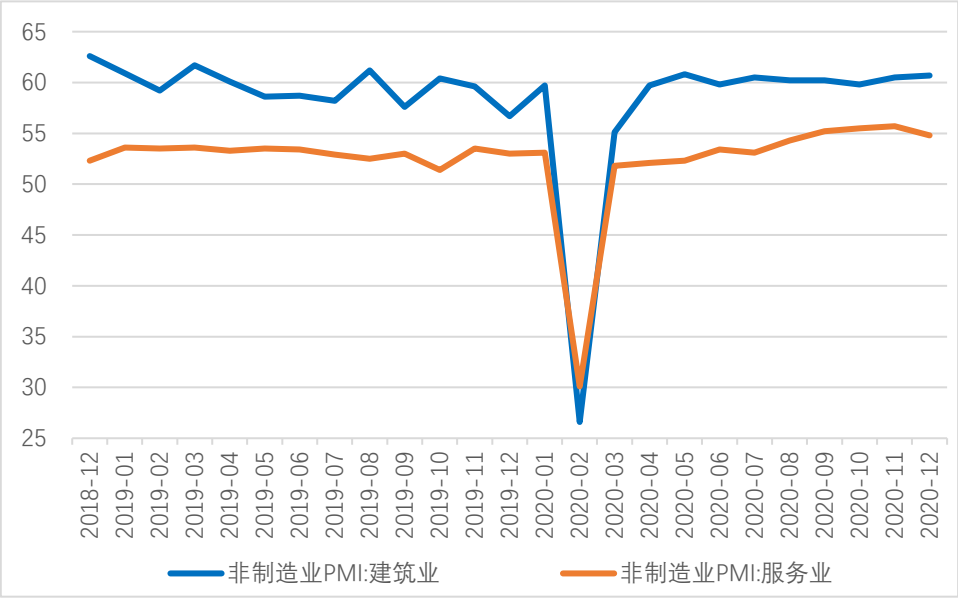
图 2：12 月制造业 PMI 多数主要指标环比均回落（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

非制造业 PMI 的扩张态势有所放缓，主要与批发业淡季回调以及部分地区疫情散发有关，餐饮和文娱等行业需求也出现短期回落，不过非制造业依然保持较高景气度。12 月服务业商务活动指数为 54.8，较 11 月回落 0.9 个百分点，仍处于 2020 年以来较高水平。行业看，航空运输、电信广播电视卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务等商务活动指数持续位于 60 以上高位景气区间，但餐饮、房地产、生态保护及环境治理等行业商务活动指数位于临界点以下，企业经营活动有所放缓。建筑业继续保持较快增长，建筑业商务活动指数为 60.7，较 11 月提升 0.2 个百分点。

图 3：非制造业 PMI 扩张态势有所放缓，但仍处于高景气区间（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

1.2 每周要闻

1、《公司信用类债券信息披露管理办法》发布

近日，人民银行会同发展改革委、证监会联合发布《公司信用类债券信息披露管理办法》。《公司信用类债券信息披露管理办法》立足国内市场实践并借鉴国际经验，明确了公司信用类债券信息披露的基础性、原则性要求，对公司信用类债券信息披露的要件、内容、时点、频率等作了统一要求。《公司信用类债券信息披露管理办法》明确，债券信息披露应当遵循真实、准确、完整、及时、公平的原则，企业、中介机构及相关人员应当严格履行《公司信用类债券信息披露管理办法》规定的信息披露义务，不得有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。同时，为进一步提高信息披露质量，《公司信用类债券信息披露管理办法》还对债券募集说明书和定期报告的主要内容、结构框架、格式体例等提出了细化要求。《公司信用类债券信息披露管理办法》是完善债券市场基础性制度的重要举措，也是规范和统一公司信用类债券信息披露标准的重要制度性安排，有利于提高债券市场信息披露质量和透明度，强化市场化约束，保障投资人合法权益。

2、退市新规落地，加速市场优胜劣汰

2020 年 12 月 31 日，沪深交易所分别正式发布退市新规，并于发布之日起实施。证监会表示，退市制度是资本市场关键的基础性制度。健全退市机制是全面深化资本市场改革，构建更加完善的要素市场化配置体制机制，加快完善社会主义市场经济体制的重要安排，也是提高上市公司质量，提升资本市场治理效能，优化市场生态，保护投资者合法权益的重要保障。与征求意见稿相比，退市新规有六大调整。分析人士指出，此次退市新规与新证券法精神高度契合。新证券法删除了暂停上市和恢复上市的相关规定，明确由交易所制定退市标准，交易所承担主体责任，进一步完善退市标准和退市程序，形成了财务类、交易类、规范类和重大违法类四类退市情形。新证券法明确入口端不再强调持续盈利能力，而是关注持续经营能力，出口端与入口端保持一致，退市标准也不再考察单一盈利指标，以组合财务指标予以替代，加速僵尸空壳企业出清，促进市场优胜劣汰。

3、证监会发布可转换公司债券管理办法

证监会近日宣布，为落实新证券法的规定，完善可转换公司债券各项制度，防范风险，保护投资者合法权益，发布《可转换公司债券管理办法》。证监会表示，可转债作为一种兼具“股性”和“债性”的混合证券品种，为企业募集资金提供了多样化的选择，在提高直接融资比重、优化融资结构、增强金融服务实体

经济能力等方面发挥了积极作用。近期个别可转债被过分炒作，暴露出制度规则与产品属性不完全匹配的问题，有必要尽快出台专门规范可转债的规章，对其进行系统规制。管理办法共 23 条，涵盖交易转让、信息披露、赎回、回售、受托管理、监管处罚、规则衔接等内容。关于交易制度，管理办法要求证券交易场所根据可转债的风险和特点，完善现行交易规则，防范和抑制过度投机，同时要根据正股所属板块的投资者适当性要求，制定相应的投资者适当性管理规则；明确强制赎回条款触发前后发行人的信息披露要求；明确证券交易场所的风险监测职责等。

4、《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》发布

央行、银保监会 2020 年 12 月 31 日联合发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，明确对 7 家中资大型银行、17 家中资中型银行、中资小型银行和非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行，共 5 档机构分类分档设置房地产贷款占比上限、个人住房贷款占比上限。《通知》自 1 月 1 日起实施。《通知》明确了房地产贷款集中度管理制度的机构覆盖范围、管理要求及调整机制。综合考虑银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素，分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差别化调节机制。建立房地产贷款集中度管理制度，是健全我国宏观审慎管理制度和完善房地产金融管理长效机制的重要举措，有助于提高金融体系韧性和稳健性，有助于银行业金融机构优化信贷结构，有助于房地产市场的平稳健康发展，有助于推动金融、房地产同实体经济均衡发展。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：本周资金面十分宽松，1 月的缴税期延至 1 月 20 日，预计第二周起缴税因素将开始影响银行间流动性

1）央行的公开市场操作：央行公开市场净投放 1300 亿元

中国央行公开市场本周净投放 1300 亿元人民币，本周央行公开市场到期 400 亿元，公开市场进行 1700 亿元人民币 7 天期逆回购操作，净投放共计 1300 亿元。

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	0
7 天	200	200	400	900	0
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	100	100	300	800	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：本周资金面十分宽松。央行持续开展公开市场操作，全周累计净投放 1300 亿，期限以 14D 跨年资金为主，不仅年内隔夜资金价格大幅下行，而且跨年资金也十分宽裕。特别是 2020 年内最后一个交易日（本周五），市场流动性异常宽松，隔夜回购利率因跨年正常反弹，但供给相当充足，非银机构融入亦无难度。不过不同机构之间仍有分化。原因在于，央行公开市场流动性投放与财政存款投放叠

加，资金总量丰沛，部分机构已提前备好了头寸。此外，近期中央经济经济工作会议、央行货币政策委员会释放“不急转弯”的政策信号，让市场机构保持流动性维持平稳的预期。

表 2：本周货币市场利率（%）

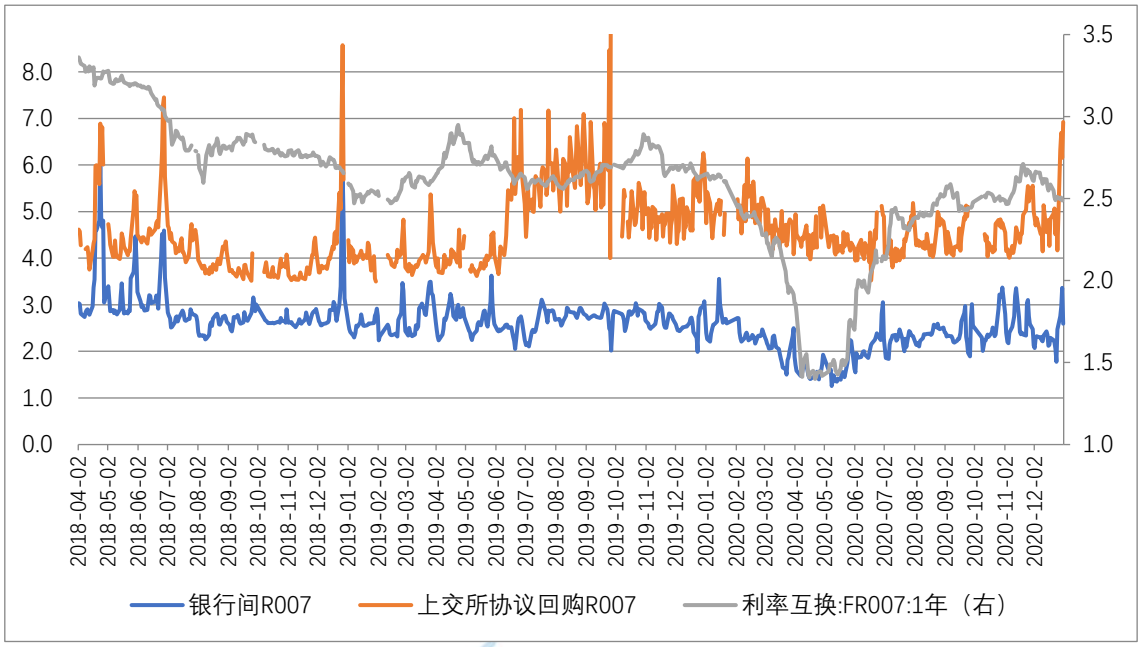
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	0.7488	0.7166	0.7712	1.4548	0
	R007	2.7516	2.9542	3.3605	2.5943	0
	R014	3.2522	3.3505	3.3370	2.9156	0
	R021	3.1519	3.2426	3.3399	3.1250	0
	R1M	3.4419	4.4604	3.8235	3.3163	0
上交所协议回购	206001	5.9430	4.2420	4.6830	4.6831	0
	206007	6.3180	6.6870	6.1510	6.9200	0
	206014	5.6790	5.8060	6.3430	6.9020	0
	206021	6.1100	5.1590	6.5750	6.5420	0
	206030	10.0460	8.2860	6.3560	7.6990	0
利率互换定盘：1Y	FR007	2.4970	2.5057	2.4892	2.4900	0

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：1 月的缴税期延至 1 月 20 日，预计第二周起缴税因素将开始影响银行间流动性

1 月的缴税期延至 1 月 20 日，预计第二周起缴税因素将开始影响银行间流动性。此外，考虑到今年春节位于 2 月，预计民众的现金需求将分散到 1 月和 2 月上旬，1 月资金面受到取现需求的冲击也将更多的集中在月末时点。公开市场操作到期压力适中，当前较高的超储水平或使得货币政策保持稳健中性。12 月较高的超储水平会为年初时点的货币政策提供更多的进退空间。当前货币政策的主基调依然维持灵活精准、合理适度，这或说明今年年初时点央行或将在容忍一定水平的超储下降的基础上进行灵活调控，维持金融市场的整体稳定。

图 4：本周资金面十分宽松（%）



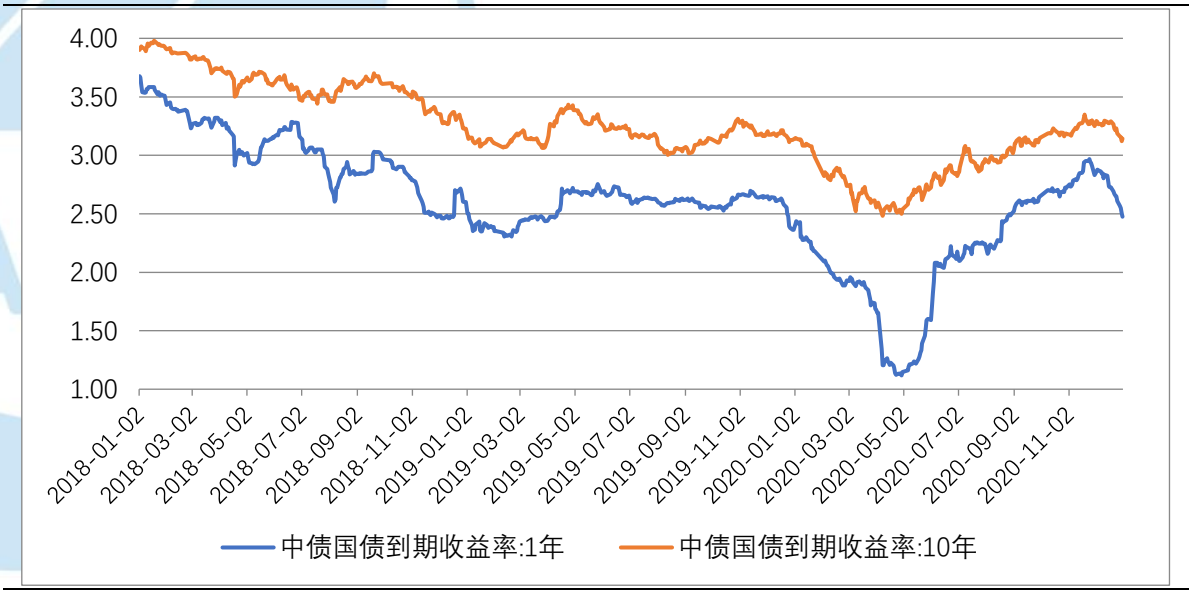
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析：跨年资金面异常宽松，长债收益率明显下行，一季度债市仍需谨慎

1）利率债走势复盘：跨年资金面泛滥式宽松，长债收益率明显下行

2020 年最后一周，消息面相对平静，主导债券走势的逻辑仍然是流动性。本周曲线整体呈现陡峭化下行态势，其中国债 10-1 利差走阔 9bp 至 67bp，国开 10-1 利差走阔 11bp 至 98bp。在极度宽松的流动性催化下，1 年国债和国开分别下行 14bp 和 17bp。

图 5：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

本周跨年资金面平稳宽松，债市情绪在持续宽松的市场环境下明显提振，长债收益率大幅下行，具体来看。周一，央行公开市场投放 100 亿，隔夜加权利率依旧低至 0.65%，消息面比较平静，债券收益率在久违的宽松市场环境下小幅下行；周二，在资金面本已十分宽松的情况下，央行再度小额净投放，债券收

益率继续下行；周三，央行继续净投放 300 亿，上午资金面一度紧张，但是下午资金面重回宽松，债市消息面依旧平静，长债收益率大幅下行；周四，公开市场净投放 800 亿，早盘资金略紧，跨年的资金利率一路下行，但是市场开始担忧年后资金面可能再度收紧，加上部分机构兑现收益，落袋为安，长债收益率小幅上行。全周，10 年国开债活跃券 200215 累积下行 5.1BP，10 年国债活跃券 200016 累积下行 4BP。

2)利率债展望：2021 年一季度长债收益率预计以震荡为主，长端利率的趋势性机会需要等到实体融资需求的真实回落

在流动性相对宽裕、新冠病例再度零星出现等因素推动下，近期 10Y 国债收益率从高位回落，国债 10 年期与 1 年期利差则提升明显，但仍然处于较低水平，后续预计短端利率可能有所回升，10Y 国债收益率可能仍处于中性位置，后续难言有持续下降空间。

基本面方面，从工业生产情况以及 12 月 PMI 来看，20 年 4 季度经济增速出现超预期的概率不小，而 2021 年上半年经济增速都将较高，物价环境则持续改善。货币政策不着急转弯，意味着流动性出现明显收紧的概率不大。

2021 年一季度长债收益率预计以震荡为主，在 2020 年末央行超预期流动性投放护航跨年流动性之后，预计一季度公开市场操作方面会有所调整，意在不给市场释放过于宽松的预期，因此预计一季度资金面将有所收敛甚至波动，从而造成债市的波动，但是从往年的历史数据来看，一季度熊市的情况较少出现，原因可能是年初是全年经济预期形成的时间，而两会前货币、财政政策通常会保持相对稳定，政府债供给量偏少，较为宽松的资金面主导下，利率大幅上行的可能性有所降低。但长端利率的趋势性机会需要等到实体融资需求的真实回落。

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下跌

1）一级市场发行：一级存单发行利率均下跌，信用债发行量较上周下降

本周同业存单发行量较上周下降，本周存单发行量约 1,510.60 亿元，较上周发行量下降 65.16%。本周存单到期量为 1,647.00 亿元，较上周到期量下降 56.34%。

各期限商业银行存单收益率均下跌，1M 存单收益率较上周下降 55.91bp，3M 期存单收益率较上周下跌 25.04bp，6M 期存单收益率较上周下降 11.38bp，9M 期存单收益率较上周下降 6.57bp。

各期限国股存单收益率均下跌，3M 存单收益率报 2.47%，6M 存单收益率报 2.70%，1Y 存单收益率报 2.94%。

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 753.57 亿元，较上周环比下降 73.10%。

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下跌

信用债二级市场方面，信用债各等级及各期限收益率多数下跌，AAA 级 1 年期、AAA 级 3 年期、AAA 级 5 年期较上周分别下降 6.06bp、下降 5.11bp、下降 4.40bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别下降 8.07bp、上升 0.87bp、上升 9.60bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别下降 6.07bp、上升 4.87bp、上升 10.45bp。

表 3：信用债各期限收益率水平（%）

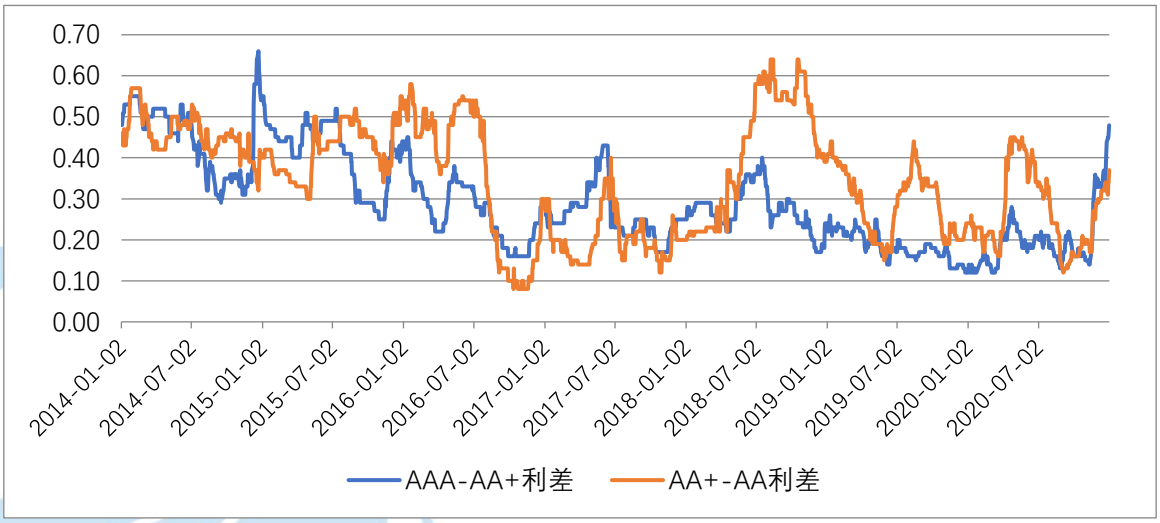
信用债种类	当前利率（%）	2013 年以来分位数（%）	较上周变动（BP）
信用债(AAA):1 年	3.141	24.90%	-6.06
信用债(AAA):3 年	3.5440	25.30%	-5.11
信用债(AAA):5 年	3.798	22.20%	-4.40
信用债(AA+):1 年	3.440	32.60%	-8.07

信用债(AA+):3年	4.023	36.40%	0.87
信用债(AA+):5年	4.357	37.90%	9.60
信用债(AA):1年	3.840	36.20%	-6.07
信用债(AA):3年	4.393	37.90%	4.87
信用债(AA):5年	4.747	33.10%	10.45

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，各评级信用利差走阔，AAA与AA+信用利差较前周走阔4bp至48bp，AA+和AA之间的利差较前周走阔5bp至37bp。

图 6：各评级信用利差走阔（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

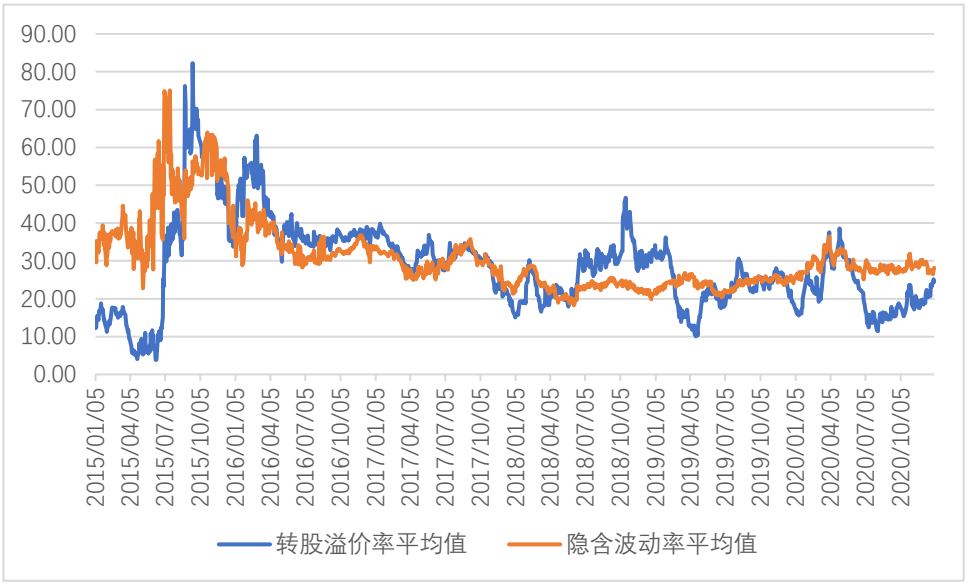
2.4 可转债分析：权益市场全周录得上涨行情，可转债随之上涨，关注顺周期、消费龙头、价格回落但正股优质的科技、银行品种

1）可转债的走势复盘：权益市场全周录得上涨行情，可转债随之上涨

本周为元旦假期前最后一个工作周，权益市场前两个交易日表现平平，后两个交易日高歌猛进，全周录得上涨行情，上证指数本周收于3473.07上涨2.25%，深证成指本周上涨3.24%，创业板指本周上涨4.42%，中小板指本周上涨2.16%。可转债市场随权益市场上涨，本周上证转债上涨1.08%至328.79，深证转债上涨1.32%至261.67，中证转债上涨1.19%至368.30，其中，雅化转债、火炬转债、盛路转债、欧派转债、太阳转债等领涨，君禾转债、文灿转债、中矿转债、通光转债、九洲转债等领跌，与对应正股表现基本一致。一级方面，本周仅韦尔转债一只转债发行，北陆转债、财通转债、万顺转2、润建转债四只转债上市。

从近六年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，随着本周市场情绪的渐进好转，转股溢价率及隐含波动率均有明显上升。

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、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2）可转债的展望：权益市场仍处于震荡慢涨行情中，转债结合自上而下思路并考虑业绩支撑和性价比，关注顺周期、消费龙头、价格回落但正股优质的科技、银行品种

新年伊始，权益市场仍处于震荡慢涨行情中。2021 年经济向好动能仍在，复苏节奏还看出口。增量资金方面，A 股对外资仍有吸引力，居民通过基金入市趋势渐起。随着国内生产、消费逐步恢复，经济也进入复苏轨道，特殊时期的政策将会退出，“不急转弯”的相关表述意味着政策退出将会更关注节奏与影响，对流动性仍有呵护。市场主线转向经济复苏，低基数下 2021 年整体业绩增速有望创下新高，个股表现也更依赖业绩驱动。在以外资为代表的机构资金主导下，优质标的强者恒强；只不过在部分板块高估值、流动性支持趋弱的背景下，对个股长期盈利能力的把握变得更为重要。

转债方面，剔除妖债影响，与近几轮行情起点的市场状态相比，当前的转债市场有较高性价比，但需要关注股市震荡、债性保护较弱的风险。2020 年末，转债市场受到供给量增加与信用风险的冲击，分化加剧，部分双低类个券持续下滑，低价个券并不安全；波动率增加，部分高价顺周期品种本周出现调整。在当下，单纯的自下而上的思路并不可取，应结合自上而下的思路，对于业绩兑现的转债应及时离场。在个券筛选方面应考虑有业绩支撑、性价比较高的转债；或前期受到信用风险波及，被错杀的个券。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。

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：A 股中期行情或在徐徐展开 持续关注顺周期、可选消费和核心科技

1） 权益市场走势复盘——上证综指创出反弹新高 强势特征明显

作为 2020 年的最后一周，上周市场先抑后扬，表现强势。上证综指收于 3473 点全周上涨 2.25%；同期深圳成指和创业板指分别上涨 3.24%和 4.42%，各大股指纷纷创出新高。两市日均成交近 9000 亿元，环比明显放大，与股指上涨配合较好。

盘面上，各大指数总体表现强势，纷纷于下半周创出新高；板块方面，新能源汽车、军工、有色资源等主题表现活跃，与此同时，金融、食品饮料等权重也稳步上扬。随着股指持续上扬，热点反复不断，个股交易活跃，市场人气快速恢复。

图 8：上证综指创出反弹新高 中期行情或正徐徐展开

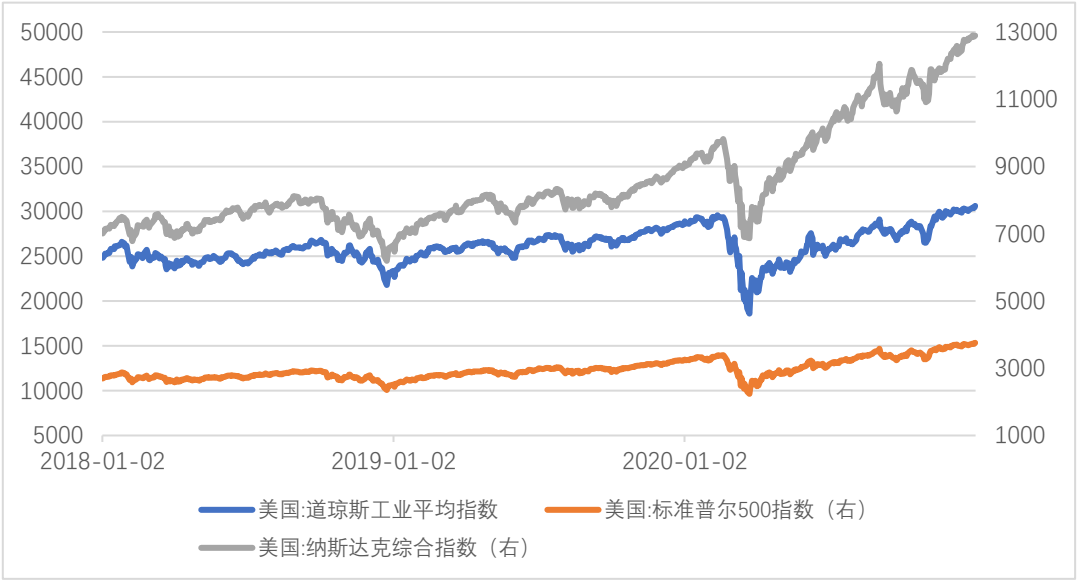


资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

本周，美股三大指数均上涨，道指本周上涨 1.35%，报 30606.4800 点，纳指本周上升 0.65%，报 12888.2800 点，标普 500 指数本周上涨 1.43%，报 3756.0700 点。

2020 年最后一个交易日，美股淡静成交低迷，三大股指多数时间在平盘附近小幅震荡，尾盘一小时发力向上，最终道指和标普 500 指数以纪录新高收官。纳指全年劲升 43.6%，创 11 年来最佳年度表现。2020 年 2 月 19 日，标普 500 指数达到高位 3386.2 点，此后新冠疫情在海外蔓延的消息不断发酵；3 月 9 日黑色星期一，标普 500 指数开盘 4 分钟即触发一级熔断、暂停交易，道指当日收跌逾 2000 点，创 2008 年金融危机以来的最大单日跌幅；3 月 15 日周日，美联储宣布紧急降息 100 个基点至 0-0.25%水平；3 月 18 日，美股 10 天内第四次熔断；3 月 23 日，市场终于触底，标普 500 指数收于 2237.4 点，较此前高位暴跌 34%。9 个月后的今天，美股能够傲立于纪录高位。截至周四收盘，道指全年累计上扬 7.3%，标普 500 指数涨幅 16.5%，纳指在科技股带动下劲升 43.6%，创 2009 年以来的最佳年度表现。三大因素令美股实现报复性反弹：美联储无限量宽，美国史上最大规模的财政刺激，疫苗利好带来的经济复苏憧憬。

图 9：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——A 股中期行情或在徐徐展开 持续关注顺周期、可选消费和核心科技

新年伊始。我们判断，2021 年是“十四五规划”开局之年，继续看好 A 股整体表现。逻辑上，2021 年国内宏观经济大概率前高后低、流动性环境在货币政策回归稳健中性情况下温和收敛、市场内部估值水平结构性差异、居民财富和海外流动性持续流入，这种情况下总体有利于 A 股持续活跃，但受制于内部估值结构和宏观流动性环境，全年单边牛市难有，或整体高位震荡，呈 N 型走势，结构性特征将依然明显。其中，看好 2021 年年初春季行情。

目前看，随着年底不利因素影响过去，有利因素正占据主导，包括：国内经济保持向好态势；中央工作会议要求确保十四五开好局，一季度流动性环境有望延续整体宽松；监管层持续推动居民财富配置权益市场，股市流动性乐观；美联储延续宽松政策，美国总统拜登正式上台，中美经贸关系恶化风险下降。不利因素则有：短期国内外新冠疫情干扰，国内反垄断监管趋严，结构性高估值分歧仍大等。总体上，市场中期形势向好，春季行情或正徐徐展开。

经济向好态势持续得到印证。11 月工业企业累计利润增速继 10 月份实现由负转正后稳步回升，1-11 月份规模以上工业企业实现利润 57445.0 亿元，同比增长 2.4%，增速比 1—10 月份加快 1.7 个百分点。工业品供需两端稳步向好，企业生产经营状况不断改善，呈现持续稳定恢复的良好态势；12 月份制造业 PMI 为 51.9%，虽比上月回落 0.2 个百分点，但连续 10 个月位于临界点以上，表明制造业继续稳步恢复。

股市流动性一季度有望维持宽松。中央经济工作会议定调 2021 年政策基调，“确保十四五开好局”、“不急于拐弯”、“注重需求侧管理”等，预示着货币政策短期并不急于收紧。同时，在早放贷早受益的激励下，一季度为银行等金融机构放贷集中期。一季度及二季度初（除春节期间外）市场流动性有望维持宽裕。12 月 22 日，证监会召开会议传达中央经济工作会议，并做出 2021 年资本市场重点工作的安排：强调资本市场“投资端建设”，增强财富管理功能，促进居民储蓄向投资转化，助力扩大内需；进一步深化资本市场改革，畅通储蓄向投资方面的转化渠道。对股市而言，管理层积极推动居民财富入市，将进一步刺激股市增量资金。同时，A 股春季行情情结也将吸引增量资金进入股市。

此外，历时七年的长期谈判，中欧投资协定终于达成，为国内带来长期利好。习近平主席 30 日晚同德国总理默克尔、法国总统马克龙、欧洲理事会主席米歇尔、欧盟委员会主席冯德莱恩举行视频会晤，共同宣布了如期完成中欧投资协定谈判。此项协议的达成对于我国的后续改革和国际交流具有重大深远的意义。

同时，海外持续大幅宽松有利于海外流动性通过北向持续加码 A 股；英国与欧盟达成脱欧协议，影响全球市场的一大不确定因素尘埃落定；一月份拜登将正式就任美国总统，中美关系进入新阶段，可能出现短期缓和。上述对市场均有利。

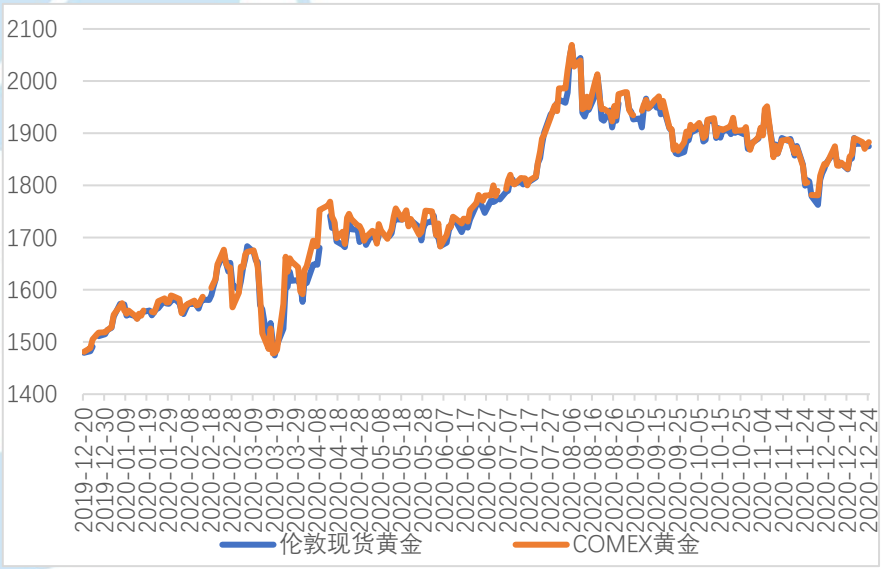
不利方面主要为：国内新冠疫情各地散点病例有所增加（如北京和大连），加重了社会防疫压力和市场心理负担；同时，海外疫情仍在持续发酵。不过，在疫苗不断应用的情况下对资本市场中期影响将持续减弱。相比较疫情，A 股内部结构性估值泡沫更需关注。

总体上，中期形势向好，春季行情或正徐徐展开。建议投资者乘风破浪，顺势而为。抓住主线，积极布局。板块配置方面，建议继续关注广义顺周期板块：低估值上游、大金融（银行、证券、保险及地产龙头）和以酒店、电影、旅游、免税等为代表的可选消费。同时持续关注核心高成长股：具备硬核科技实力的科技龙头，如 5G/芯片/消费电子/网络信息安全；优势资源股，有色、煤炭等行业中资源丰富的核心公司。注意估值过高的基金重仓股过度拥挤交易的风险。

3.2 黄金市场分析：美新经济刺激计划意外签署、疫情继续恶化等，导致金价上涨

2020 年最后一周，市场交投仍不是很活跃，现货黄金价格仅小幅上涨，一度涨至接近 1900 美元关口。周四（周五因新年停市），伦敦现货黄金价格较上周四上涨 23.43 美元，或-1.25%，收报于 1898.43 美元/盎司。2002 年全年，在经历动荡的一年后，得益于美元贬值，金价创下十年来最大年度涨幅，并在 8 月创下历史新高。

图 10：金价在 2020 年最后一周累计上涨约 1%（美元/盎司）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

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。美国总统特朗普上周日意外签署 2.3 万亿美元新冠救助和支出法案，恢复了对数以百万计美国人的失业救济，并避免了联邦政府部分停摆，这

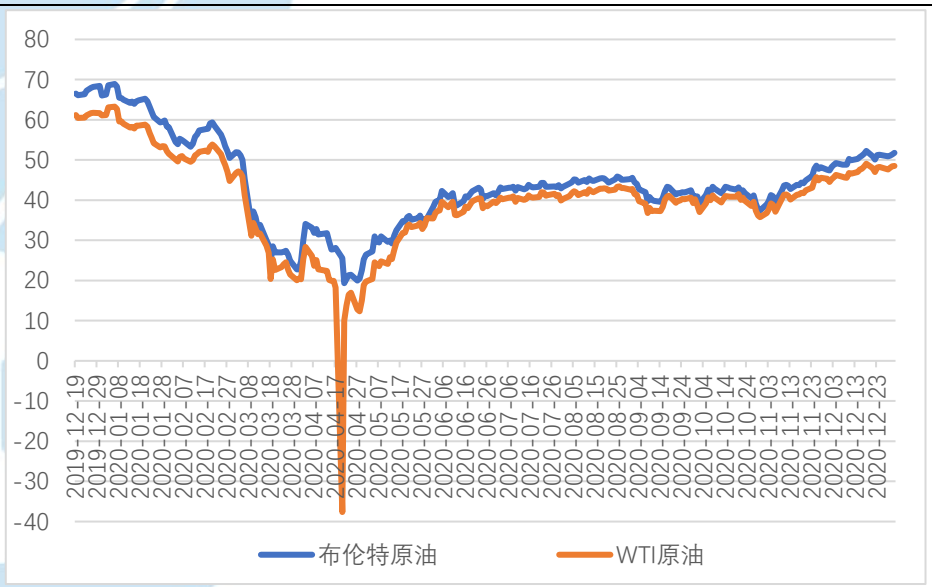
出乎市场预料，因为此前特朗普曾威胁说，如果对个人的补助金额不能从 600 美元提高到 2000 美元，他将拒绝签署法案。受此提振，美股周一创下历史新高，避险美元走弱，给金价提供支撑。疫情方面，英国新病毒株已经在南非、加拿大、日本、美国等多国出现，美国累计病例数已超过 2000 万，德国等一些国家新增在最后一天都创下纪录，全球疫情仍在持续恶化，这令投资者感到担忧，预计各国政府推出新财政刺激方案的概率增大，从而给金价提供上涨动力。

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。支撑金价上涨的主因是美元走软，这又与美联储货币政策紧密相关，鉴于美联储当前政策空间有限，如果经济复苏前景改善，美联储有缩表的可能，因此金价未来上涨面临一定程度的压力。但短期，疫情恶化已经导致一些经济体出现再次衰退，2021 年初或第一季度，市场忧虑情绪将仍在，可能会拖累市场利率，最近美国新刺激措施的规模以及疫苗推出的效果，将是关键影响市场的因素，如果刺激规模较大且疫苗效果达不到市场预期，使得美元疲软和实际利率下降，金价或进一步上涨。

3.3 原油市场分析：美新一轮经济援助计划和原油库存下降刺激油价上涨，但疫情继续恶化也限制油价涨幅

由于年底交易员休假限制了交投活跃度，油价基本维持横盘整理，振幅不足 1.5 美元，为近四年来单周最低。周四（周五因新年停市），布伦特原油期货合约结算价较上一交易日上涨 0.46 美元，或 0.9%，收报于每桶 51.8 美元，全周累计涨幅约 1%；美油期货合约结算价上涨 0.12 美元，或 0.25%，收报于每桶 48.52 美元，全周累计涨幅 0.6%。2002 年是油价跌宕起伏的一年，全年油价跌幅超过 20%，其中 4 月下旬美油价格因石油价格战和疫情蔓延历史性地深跌至负值区间，布伦特原油价格也跌至数十年来的最低点。

图 11：油价年底最后一周仅小幅上涨（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

美国推出新一轮经济援助计划，提升了全球市场风险偏向，加上 EIA 原油库存下降，给油价上涨提供有力支撑，但新冠疫情继续恶化，同时 OPEC+下周料将上调原油产量，令油价涨幅有限。特朗普周一意外签署规模达 2.3 万亿美元的新一轮经济刺激法案，法案包含 9000 亿美元的个人和企业援助法案和 1.4 万亿美元的联邦支出法案，法案通过推动了全球股市上涨，美股连续多次刷新历史新高，美元指数继续走弱，给油价提供支撑。本周原油库存数据也较乐观，API 和 EIA 原油库存双双下降，一定程度缓解了市场对需

求前景的担忧。API 周二公布的数据显示，截至 12 月 25 日当周，原油库存减少 480 万桶，至约 4.929 亿桶，为七周来首次下降，市场预估为减少 260 万桶。EIA 报告显示，原油库存录得下降 606.5 万桶，降幅为 10 月 30 日当周以来最大，且为连续第三周减少。

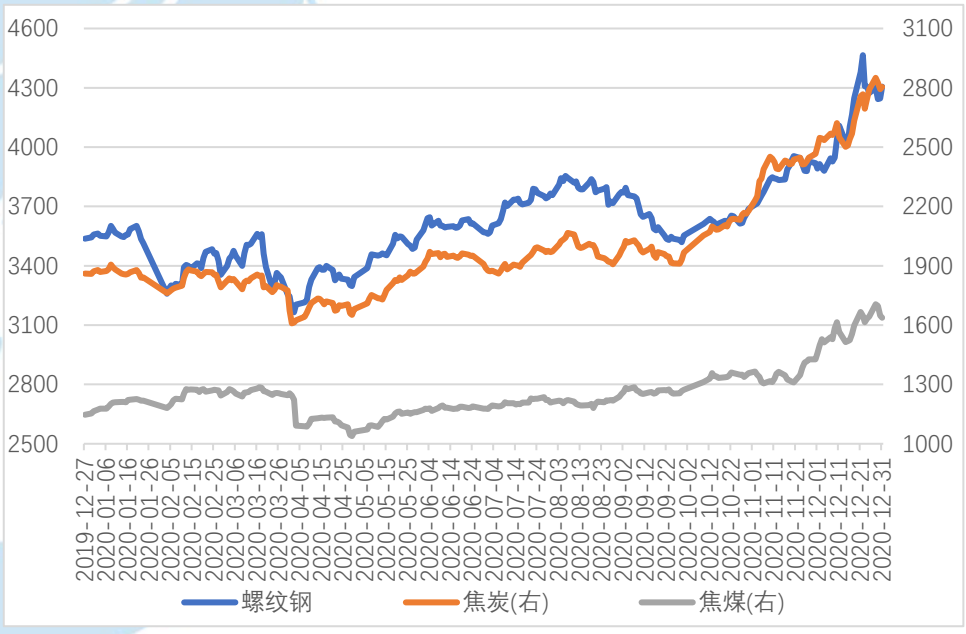
不过全球疫情继续恶化也给原油需求前景蒙上阴影。过去一周，海外疫情消息依然偏负面，英国新病毒株已经在南非、加拿大、日本、美国等多国出现，美国累计病例数超过 2000 万，德国等一些国家新增在 2020 年最后一天都创下纪录，此外疫苗接种速度也不及预期，这些消息让原油上涨面临压力，美油持续承压于 50 美元整数关口。

短期内，美新经济刺激方案和疫苗上市仍将给油价产生一定支撑，而中长期，全球经济复苏趋势不变，油价将继续上涨。美新经济刺激方案的影响将会持续一段时间，同时新冠疫苗也在全球多个国家被批准和施打，也提振市场信心，尽管面临许多困难，全球经济仍将继续复苏，未来原油需求将增加，这是油价上涨的根本原因。但另一方面，OPEC+一些产油国计划在 1 月会议上提议从 2 月份开始提高石油日产量 50 万桶，以及恶化的疫情能否被遏制，也将在短期内导致油价承压，预计油价将在每桶 50 美元上方震荡波动。

3.4 黑色产业链分析：需求保持旺盛但供给仍偏紧，推动黑色系价格继续上涨，但上游焦煤价格微幅回调

周四，螺纹钢期货主力合约结算价较上周同期每吨上涨 32 元，收报于 4306 元/吨，全周累计涨幅 0.75%；焦炭价格每吨上涨 59.5 元，收报于 2804.5 元/吨，累计涨幅 0.48%；焦煤价格每吨下降 5.5 元，收报于 1638 元/吨，跌幅 0.33%。2020 年整年，在需求回暖和黑色系价格经历了一波难得的牛市，螺纹钢全年涨幅约 21%，焦炭大涨约 50%，焦煤大涨约 41%。

图 12：下游螺纹和焦炭价格上涨，但上游焦煤小幅回调（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

黑色系价格维持高位震荡状态，原因一方面统计局公布的 12 月 PMI 数据显示制造业经济仍在继续恢复，推动对原材料的需求提升仍在；另一方面，国际大宗商品价格仍在持续上涨，但是临近节假日，市场交投不旺，影响了价格涨幅。临近元旦假日，包括螺纹钢在内的钢材市场交易量低位运行，短期受寒潮和假日影响，螺纹钢表观消费量环比有所回落，或降至 350 万吨水平以下，库存也将在本周或下周开始累库，

这对螺纹钢价格产生一定压力。近期工信部部长称，2021 年将实施工业低碳行动和绿色制造工程，钢铁行业作为能源消耗高密集型行业，压缩粗钢产量或不可避免，这将利空螺纹钢，预计螺纹钢价格近期以震荡偏弱为主。

焦炭方面，焦企第十一轮提涨每吨 100 元落地，部分钢厂已接受上涨，使得自身利润继续走强。各地去产能政策继续推进，太原 360 万吨焦化产能接近关停，届时全年 1100 万去产能任务将完成，而需求端，钢厂补库力度稍有减弱，库存减量下降。焦煤方面，受环境政策和安全因素影响，煤炭大省山西省全年总关闭超 2074 万吨过剩产能，而进口端，蒙煤通关量维持正常量，但澳煤仍无法通关，因此整体看，焦炭供需两旺，去产能执行较快下，短期供应偏紧格局保持不变。

3.5 人民币兑美元汇率分析：在稳健的基本面因素支撑下，人民币仍有升值空间

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.5249，较上周上涨 0.13%。即期汇率报 6.5398，较上周下降 0.24%。

2020 年，受美国经济衰退、美国联邦储备委员会实施超低利率政策等因素影响，美元汇率全面走低。2020 年 3 月，美联储宣布开启“无上限”量化宽松，先后两次紧急降息共 150 个基点，降息速度和幅度均超过市场预期，触发美元大幅贬值。此外，随着欧盟 7 月就 7500 亿欧元规模复苏基金达成协议，欧盟财政一体化的加深提振投资者对欧盟和欧元的信心，持续多年的欧元弱势迎来逆转契机，欧元对美元汇率显著上涨。

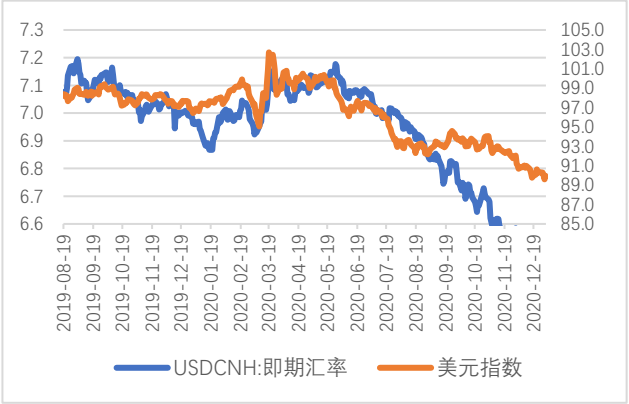
2020 年刚刚翻篇，人民币汇率稳中有升、弹性增强，以 6.2%的年度涨幅，于全球金融市场一众资产类别中，表现亮眼。亮眼的并不只有 6.2%这一数字。市场上还有很多推动人民币汇率上涨的引擎——中国是 2020 年全球唯一实现经济正增长的主要经济体、出口连续 8 个月正增长、境外机构投资者连续 24 个月增持人民币债券。2021 年已开新卷，在稳健的基本面因素支撑下，人民币仍有升值空间。中美贸易顺差居高不下，2021 年上半年中国出口动能仍然较强。

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	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 2020 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	今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今年利率债行情。
	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。