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:资金面全面宽松，信用债冲击有所缓和（2020.11.23-2020.11.27）

金融市场分析周报　　2020 年 11 月 29 日

摘要

- **工业企业利润：受经济持续复苏及同期基数偏低、投资收益增加等共同影响，工业企业利润超预期修复。**随着疫情后中国经济持续复苏，下游需求回暖拉动上游工业品价格连续上涨，叠加去年同期基数较低、当月投资收益增加等因素，10 月规模以上工业企业利润状况加速改善。当前国内经济继续向好，消费、投资增速双双刷新年内高点，中央政府明确表示将保持宏观经济政策的连续性和稳定性，继续实施积极的财政政策、稳健的货币政策，预计年内工业利润将进一步改善。但工业企业应收账款增速有所上升，企业现金流压力有所加大，应警惕风险传递。
- **资金面及央行公开市场操作：央行公开市场净投放 1300 亿元，本周资金面宽松，预计下周资金面整体宽松，但后续跨年压力下仍有波动风险。**本周，资金面宽松，资金价格逐日下降，违约影响下，杠杆普降，流动性需求本身有所减少，但机构增设交易环节，谨慎态度直接增加了流动性传导过程中的摩擦，非银分层问题仍然存在，银行间流动性紧平衡状况短期延续，10 月财政超收后，11 月和 12 月月末财政支出对流动性的补充力度或也更强，11 月末资金面预计宽松，12 月跨年压力下仍有波动风险。
- **利率债：本周债市利率变化主要受资金面相对充裕、信用事件导致的紧张情绪有所缓和等因素影响，各期限均有回落。**本周资金价格大幅回落，R007 重回 1%以下，债市情绪有所提振，带动各期限收益率有所下行。本周 10 年国债活跃券 200006 累计下行 0.25bp，10 年国开活跃券 200210 累计下行 2.75bp。综合判断，经济数据继续修复，年底资金面波动加大，货币政策以稳为主，跨年之前难以看到长端利率债的趋势性回落，债券市场仍处于震荡寻顶阶段，不排除年底之前 10 年国债收益率继续向上冲击到 3.4%的位置，目前债市已经具备配置价值，配置盘可以逢高收集筹码。
- **可转债：权益各市场走势延续分化，转债与对应权益市场趋势一致，建议关注顺周期、可选消费、细分科技龙头、“十四五”主题、银行。**本周权益各市场走势延续分化行情，周期价值上涨，成长表现不佳，可转债市场行情趋势与对应权益市场基本保持一致，涨幅较大的转债多数由正股上涨带动，跌幅较大的转债多数已公布强赎。基本面渐进修复、资金面有所缓解、信用债违约事件对股市预计不会产生实质性冲击，然而量能不足、机构年底持盈保泰心态、疫情局部反复等影响交易情绪，预计权益市场大概率将继续窄幅震荡，转债行情驱动或将来自于正股的阿尔法，建议关注顺周期、可选消费、细分科技龙头、十四五”主题、银行。

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：年底前或以震荡为主 关注低估值上游、大金融及可选消费。**本周市场冲高震荡，整体呈 N 型走势。上证综指上涨 0.91%，而同期深圳成指和创业板指呈调整走势；板块表现和风格分化进一步加深，低估值风格强于成长风格。展望后市，国内经济向好继续支撑市场，但随着年底临近，资金面短期难以明显放松，冬季海外新冠疫情持续恶化，同时年底机构投资者行为也倾向保守。年底市场或以震荡运行为主，如因海外波动出现较大幅调整可视为加仓机会，行情表现上料将延续结构分化。建议规避估值泡沫明显的板块和个股，重点关注低估值风格；行业方面，建议关注广义顺周期：低估值上游、大金融（银行保险）和可选消费。

- **黄金：疫苗研发整体维持向好态势以及投资者对美大选后新旧政府平稳过渡预期增强，金价加速下跌。**金价继续大幅杀跌，现货黄金破位下跌，失守 1800 美元重要关口。疫苗利好消息、美政府平稳过度可能性增加是导致避险黄金价格大跌的主要原因，但疫苗有效性受到质疑，美联储强化 QE，美元持续疲软，也限制了金价杀跌力度。随着各种不确定性被逐渐消除，除非美元意外出现大幅贬值，短期内预计金价仍维持当前跌势。

- **原油：受疫苗消息、美油库存意外减少、OPEC+预期推迟增产等因素提振，油价继续大涨。**疫苗利好消息前景整体向好，经济复苏继续向好，极大提升了对石油需求将大幅回升的预期，美国原油库存意外减少、美政府开始正常交接和 OPEC+将讨论推迟增产计划，也强化了该预期，从而拉动油价大涨。推动油价上涨的基本面有利因素仍存，尤其是疫苗研发方面，但市场也存在一些看空担忧，预计油价短期内将维持在当前水平上下波动。

- **黑色产业链：需求旺季渐过，螺纹钢价格下跌，但去产能、海关政策导致焦煤焦炭供给减少，双焦价格上涨。**随着需求旺季逐渐过去，螺纹钢价格出现回调，不过在高利润驱动下，螺纹产量仍小幅增加。目前社库去化速度仍处于较高水平，说明需求韧性犹在，短期螺纹钢价格或将以高位震荡为主。焦炭现货价格第七轮提涨落地后，期价受河北去产能影响，出现震荡反弹。焦煤期价大幅上涨，主要是受供应端减量的影响，目前焦煤基本面整体较稳健，短期内或维持相对偏强表现。

- **人民币汇率：人民币对美元汇率连续冲高的势头有所放缓，短期内，人民币兑美元汇率大概率将在当前水平双向波动，或继续小幅升值。**从短期看，支撑人民币对美元汇率上涨的几大因素并没有改变。从宏观经济层面看，我国疫情防控走在世界前列，已进入“外防输入、内防反弹”的新阶段，复工复产全面推进，经济率先回暖。从宏观政策层面看，美联储已经全方位动用各种非常规工具为市场提供流动性，我国货币政策仍留有较大的空间，有助于将中美利差维持在高位，提振人民币资产的吸引力。从国际贸易层面看，中国出口形势良好。短期内，人民币兑美元汇率大概率将在当前水平双向波动，或继续小幅升值。

风险提示：货币政策超预期收紧 年末资金面波动加大

目录

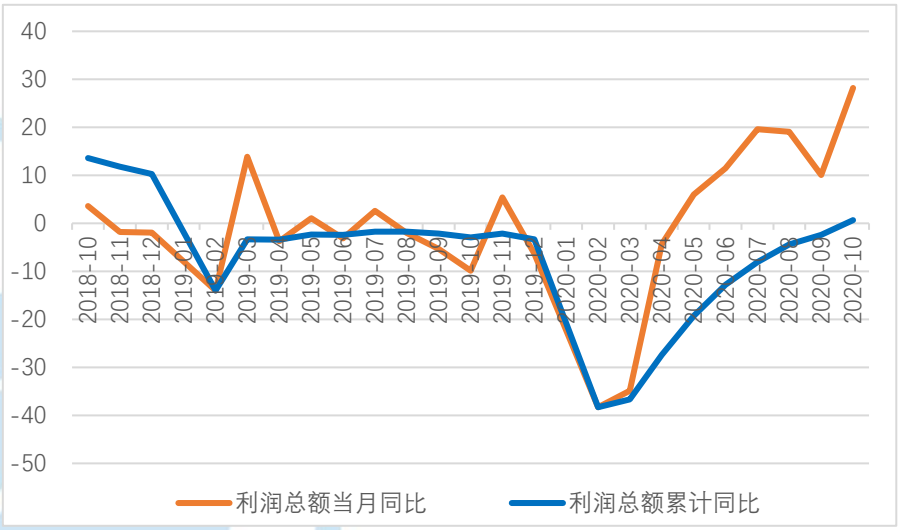
一、 本周重点经济数据分析 4
1.1 工业企业利润数据 4
1.2 每周要闻 6
二、 固定收益市场分析 6
2.1 资金面分析 6
2.2 利率债走势分析 8
2.3 存单与信用债分析 9
2.4 可转债分析 10
三、 主要资产价格分析 12
3.1 权益市场分析 12
3.2 黄金市场分析 14
3.3 原油市场分析 15
3.4 黑色产业链分析 16
3.5 人民币兑美元汇率分析 17

一、 本周重点经济数据分析

1.1 受经济持续复苏及同期基数偏低、投资收益增加等共同影响，工业企业利润超预期修复

疫情后中国经济持续复苏，上游工业行业受中下游需求回暖拉动，加上去年同期基数较低、当月投资收益增加等，工业企业利润状况加速改善。国家统计局 11 月 27 日发布的数据显示，10 月全国规模以上工业企业利润增速明显加快，同比增长 28.2%，较 9 月大幅提高 18.1 个百分点；1-10 月，工业企业利润累计同比增长 0.7%，较 1-9 月提高 3.1 个百分点，为年内首次转正。当前国内经济继续向好，消费、投资增速双双刷新年内高点，而未来政策预期上，总理李克强本周在国常会上强调，将保持宏观经济政策的连续性和稳定性，增强可持续性和有效性，继续实施积极的财政政策、稳健的货币政策和就业优先政策，因此，预计年内工业利润将进一步改善。但工业企业应收账款增速有所上升，10 月同比增长 15.9%，较上月提升 1.6 个百分点，表明企业现金流压力有所加大，不利于企业生产经营的持续恢复，在近期信用债市场数家国企出现违约的情况下，更应该警惕风险传染。

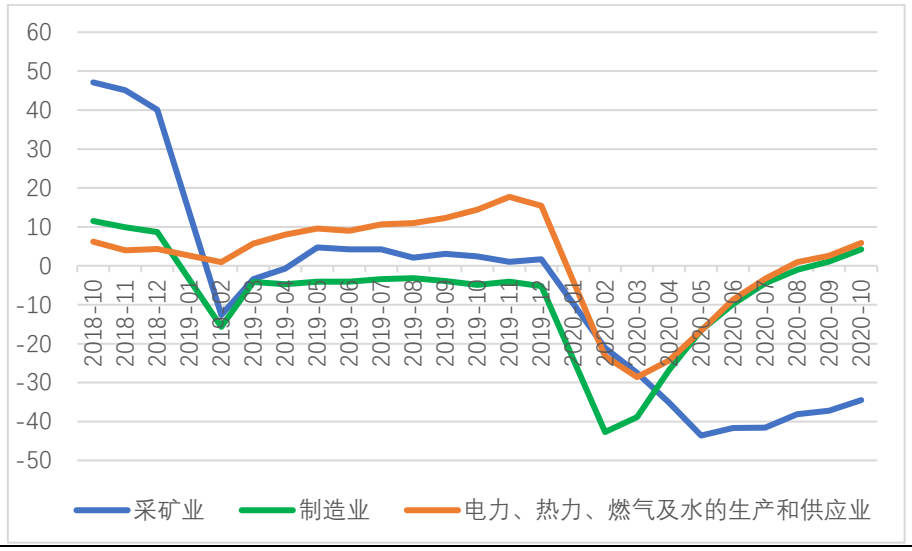
图 1：10 月工业企业利润同比增速超预期加快，累计增速转正（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

三大行业中，电力、热力、燃气及水生产供应业企业利润改善幅度最大，采矿业利润累计增速仍为负。1-10 月，采矿业企业利润累计同比下降 34.5%，较上月下降 2.7 个百分点；制造业企业利润同比增长 4.2%，增速较 1-9 月加快 3.1 个百分点；电力、热力、燃气及水的生产和供应企业利润同比增长 5.9%，增速加快 3.3 个百分点。

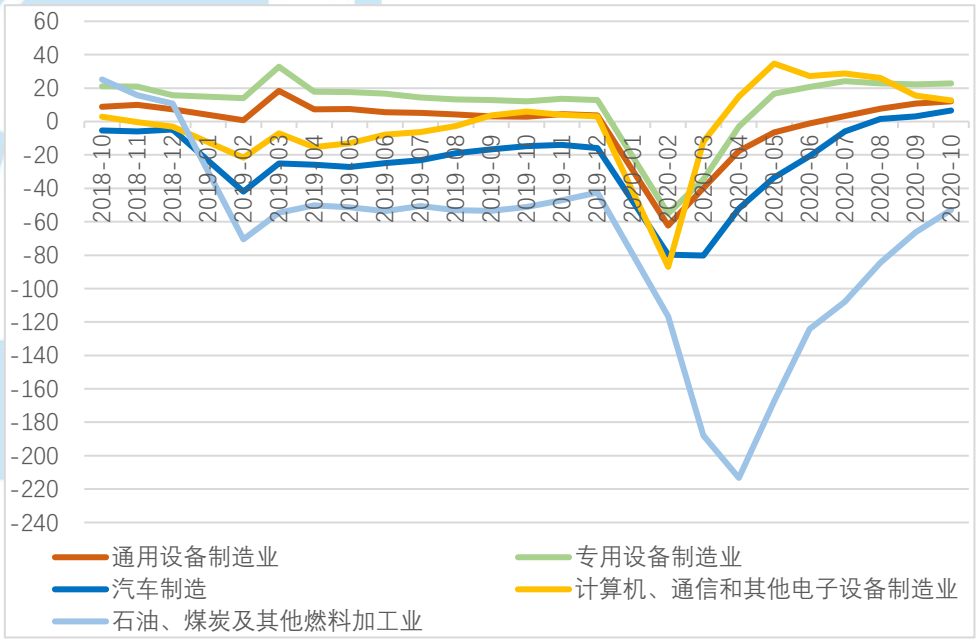
图 2：三大行业中电热燃及水的生产供应企业利润改善幅度最大（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

装备制造业等依然是工业企业利润回暖的主要拉力，而受疫情影响较重的上游行业如石油加工、钢铁行业等利润降幅也在明显收窄，开始进入快速修复通道。1-10 月，41 个工业大类行业中，有 36 个行业利润累计增速较 1-9 月加快或降幅收窄；有 25 个行业利润同比实现增长，比 1-9 月增加 4 个，其中 12 个行业利润增速达到两位数，其中，装备制造业延续快速增长态势，通用、专用设备制造业利润分别累计同比增长 12%和 22.9%，分别较 1-9 月加快 1.3 个和 0.6 个百分点，贡献工业利润增长 3.2 个百分点，是贡献最大的板块；受稳基建投资和促进汽车消费等政策持续显效的影响，货车、新能源汽车生产销售改善，汽车制造业利润稳定恢复，同比增长 6.6%，较 1-9 月加快 3.6 个百分点；随着下游需求持续回暖，内循环逐步畅通，上游原材料行业利润快速修复，石油加工、钢铁行业累计利润降幅明显收窄，同比分别下降 52.8%和 12.9%，较 1-9 月大幅收窄 13.4 和 5.8 个百分点，有色、化工、建材等其他行业累计利润增长在 0.9%-5%之间。

图 3：装备制造业等依然是工业企业利润回暖的主要拉力（%）



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、央行公布三季度货币政策执行报告

11 月 26 日，央行发布《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》。这被业界视为是下阶段货币政策的“风向标”。《报告》梳理了货币信贷、货币政策与金融市场运行等方面情况，也指出下一阶段主要的政策思路。对于下一步的货币政策走势，报告称，稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向；完善货币供应调控机制，根据宏观形势和市场需要，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”，不让市场的钱溢出来。其中“保持宏观杠杆率基本稳定”、“坚持更加市场化的人民币汇率形成机制”、“房住不炒”等关键词，指向明年国内紧信用以及后续人民币升值趋势延续等预期。

2、2020 中国金融学会学术年会暨中国金融论坛年会在京召开

2020 年 11 月 28 日，由中国金融学会主办的“2020 中国金融学会学术年会暨中国金融论坛年会”在北京召开。本次年会的主题是“金融支持双循环新发展格局”。中国人民银行副行长刘桂平、中国银行保险监督管理委员会副主席曹宇、中国证券监督管理委员会副主席阎庆民主旨演讲。与会代表结合当前国内外形势，围绕金融支持构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局展开深入研讨，在建设高标准金融市场体系、实施扩大内需战略与深化金融供给侧结构性改革有机结合、金融科技引领更好服务经济的数字化转型、将“创新、协调、绿色、开放、共享”的新发展理念贯穿于金融改革发展全过程等方面凝聚了共识。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：央行公开市场净投放 1300 亿元，本周资金面宽松，预计下周资金面整体宽松，但后续跨年压力下仍有波动风险

1）央行的公开市场操作：央行公开市场净投放 1300 亿元

本周央行共进行 4300 亿元逆回购和 500 亿元国库现金定存操作，同期有 3000 亿元央行逆回购和 500 亿元国库现金定存到期，因此公开市场操作实现净投放 1300 亿元。下周（11 月 30 日至 12 月 4 日）央行公开市场将有 4300 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 400 亿元、700 亿元、1200 亿元、800 亿元、1200 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	0	-500	-1000	-700	-800
7 天	400	700	1200	800	1200
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	400	200	200	100	400

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：本周资金面宽松。本周以来，资金面宽松。在永煤违约事件处置显现积极信号的同时，本周债券市场陆续迎来了一些好消息。金融委会议定调债券市场发展、维护债券市场稳定，要求严厉处罚各种“逃废债”行为，保护投资人合法权益。央行本周也持续投放流动性，着手应对流动性紧张和流动性分层问题。另外，一些地方和企业通过喊话或回购等方式开展自救，河北一家大型煤企如期偿付到期债券，缓和了市场担忧情绪。资金价格方面，资金价格逐日下降，特别是 11 月 25 日，GC007 在 2.4%成交了近 6000 亿元，当日，GC007 和 GC001 分别为 2.47%和 0.85%，较上一个交易日分别下行 88bp 和 186bp，其中隔夜利率创年内新低。之后资金价格继续下降，周五，银行间隔夜价格已经降低至 1%以下。

表 2：本周货币市场利率（%）

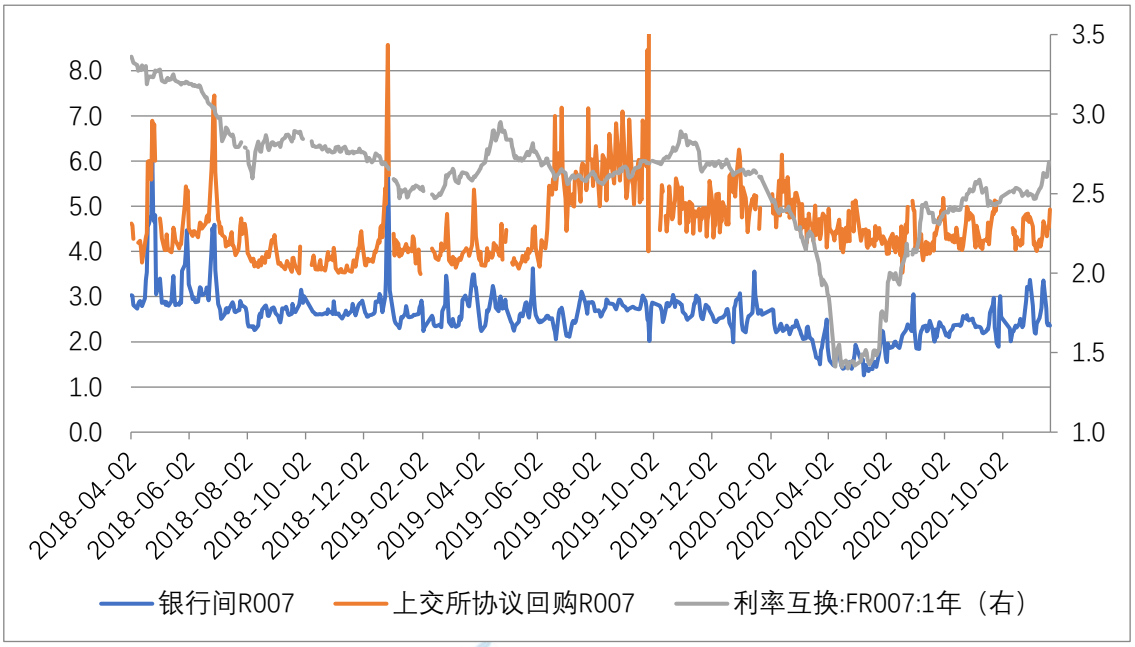
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	1.8950	1.8728	1.6241	1.3315	0.8914
	R007	2.3380	3.0409	3.1027	2.7520	2.5837
	R014	2.9472	2.9965	3.0244	3.0461	2.8648
	R021	2.9105	2.8652	3.0351	2.9295	3.1050
	R1M	3.0133	3.1550	3.8800	2.8519	5.5596
上交所协议回购	206001	4.8430	5.0430	5.3680	5.0200	5.0200
	206007	5.0360	5.3370	5.5510	5.2220	5.4020
	206014	4.8850	4.8860	5.0150	5.0360	5.2780
	206021	5.0560	5.6520	4.8460	5.8550	5.5480
	206030	5.2310	6.1510	6.7650	8.2540	8.1080
利率互换定盘：1Y	FR007	2.6408	2.6774	2.6732	2.6586	2.6584

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：政策基调仍是中性，流动性“不缺不溢”，预计下周资金面整体均衡。

预计下周资金面整体均衡。近期信用风险事件持续发酵，引发信用债市场悲观情绪，信用债短期质押困难导致非银机构资金面紧张，债券市场再次出现流动性分层现象。而流动性问题的化解离不开央行流动性的支持，实际上在上周信用风险事件爆发后，央行加大了逆回购投放力度，不过本月 MLF 超额续作 2000 亿元，相比 9 月（4000 亿元）和 10 月（3000 亿元）有所减少，可能原因在于超储率有所回升（9 月底回升至 1.6%左右），同时利率债供给高峰过去，客观上要求央行流动性支持的量有所下降。综合来看，我们认为货币政策基调仍是中性，流动性“不缺不溢”，预计下周资金面整体均衡。

图 4：本周资金面宽松（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

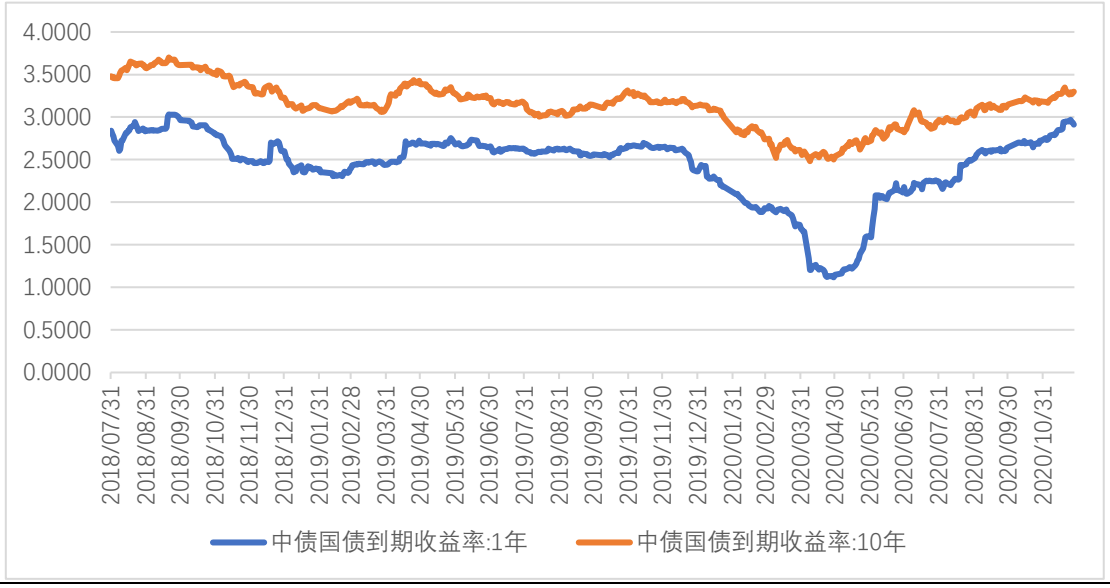
2.2 利率债走势分析：信用紧张有所缓和，货币政策以稳为主，后续震荡仍需关注

1）利率债走势复盘：信用紧张有所缓和，各期限利率均有回落

本周，各期限国债期货价格涨跌不一。5 年期国债期货主力合约 TF2012 价格为 99.2000，较上周上升 0.11%。10 年期国债期货主力合约 T2012 价格 97.1950，较上周下降 0.01%。2 年期国债期货主力合约 TS2012 价格为 99.9100，较上周上升 0.13%。

国债收益曲线整体有所下移。本周债市利率变化主要受资金面相对充裕、信用事件导致的紧张情绪有所缓和等因素影响，各期限均有回落。周一在资金面宽松、金融委打击“逃废债”稳定情绪、永煤还一半本金、冀中能源表态“请金融市场放心”、苏宁回购自家债券等一系列自上而上的维稳操作下，周一债市纷纷上涨。周二债券市场在信用维稳行情过后，周二重拾跌势，不单利率债下跌，信用债也在一些消息下重回跌势。周三早盘债市延续了昨天的谨慎情绪，收益率小幅高开后横盘，随后交易所的一股神秘资放水力量助攻债市上涨。这被市场解读为，无形之手（YM）在救市，加之银行间市场这个跨月也很轻松，故此，交易所神秘利好被很快放大，国债期货拉涨，长债收益率下行。周四债市并未延续昨日交易所神秘资金力量带来的刺激，而是再度转为谨慎，国债期货高开低走，长债收益率小幅上行。尾盘时，央行发布了三季度货币政策执行报告，其中所述：“既保持流动合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”，不让市场的钱溢出来。”“尽可能长时间实施正常货币政策，保持宏观率基本稳定。”从上面的描述中，看不出要转暖的意思。周五，在股市及大宗商品上涨的压力下，虽然资金非常宽松，但债市还是下跌了。午盘债市情绪尚可，资金泛滥资金的提振下，长债收益率小幅低开低走，即使是公布的 10 月工业企业利润大涨 28%，也仅让收益率微幅波动一点点。国债期货午后转跌，现券收益率上行。本周 10 年国债活跃券 200006 累计下行 0.25bp，10 年国开活跃券 200210 累计下行 2.75bp。

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

2) 利率债展望：信用市场情绪传导仍需关注，货币政策以稳为主，债市仍将以震荡为主

基本面方面，我国在统筹疫情防控和经济社会发展工作方面已取得重大战略成果。经济增长好于预期，供需关系逐步改善，目前第一、二产业已经恢复正常水平，三产仍有回升空间，经济动力较足。前三季度经济增长由负转正，第三季度经济同比增长 4.9%，实现全年经济正增长是大概率事件。中长期来看，我国经济将呈现相对乐观的态势，长期向好、高质量发展的基本面不变，短期内利率上行压力仍在。

资金面方面，信用债违约余波仍未消退，各类债券基金及资管产品仍面临赎回压力，同业存单利率居高不下，虽然央行公开市场操作连续小幅净投放安抚市场情绪，但是跨年资金面仍存较大的不确定性。

货币政策来看，在 11 月 26 日发布的第三季度货币政策执行报告中，央行表示考虑到宏观经济的结构性问题仍然严峻、经济社会的债务敏感度较高、防止人民币汇率升值压力较大、以及控制宏观杠杆率等因素的影响，货币政策后期整体以稳为主，难有惊喜，不过考虑到应对可能的“灰犀牛”风险冲击、海外不确定性有增无减，政策退出或较为困难，因此也不会过度收紧。

综合判断，经济数据继续修复，年底资金面波动加大，货币政策以稳为主，跨年之前难以看到长端利率债的趋势性回落，债券市场仍处于震荡寻顶阶段，不排除年底之前 10 年国债收益率继续向上冲击到 3.4%的位置，目前债市已经具备配置价值，配置盘可以逢高收集筹码。

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：一级存单发行利率多数下跌，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 3,811.40 亿元，较上周发行量下降 4.75%。本周存单到期量为 3,858.40 亿元，较上周到期量下降 25.93%。

各期限存单收益率多数下跌，1M 存单收益率较上周下降 7.43bp，3M 期存单收益率较上周下跌 1.46bp，6M 期存单收益率较上周下降 2.17bp，9M 期存单收益率较上周上升 1.69bp。

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 3,102.82 亿元，较上周环比下降 35.19%。

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 5.23bp、下降 6.64bp、下降 0.82bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别下降 3.24bp 下降 2.65p、上涨 0.19bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别上涨 0.76bp、下降 0.65bp、上涨 4.08bp。

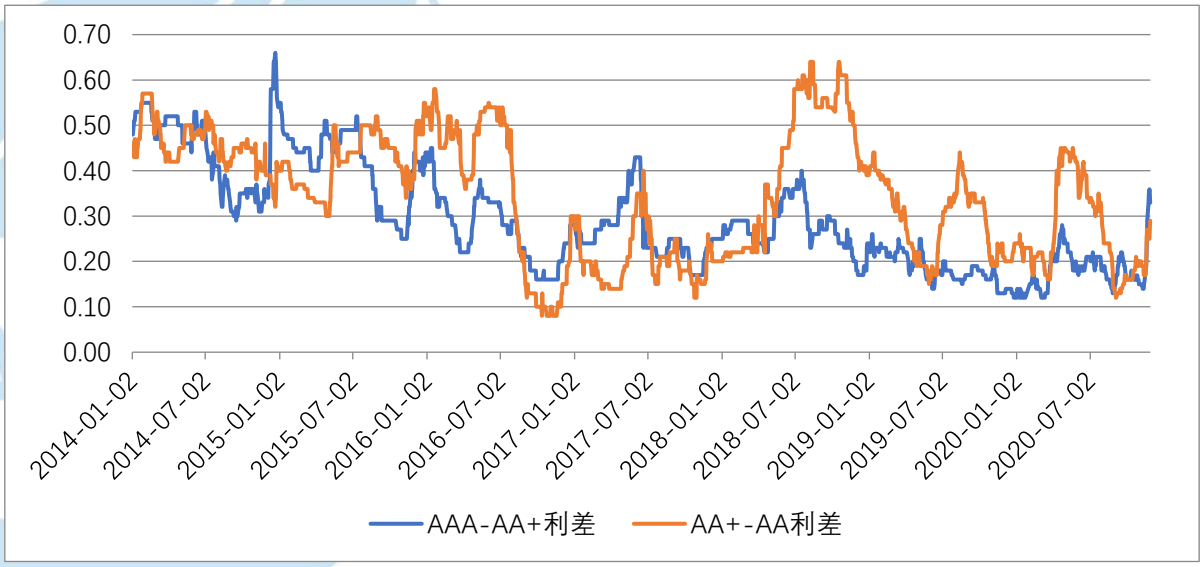
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	3.538	43.50%	-5.23
信用债(AAA)：3 年	3.8401	40.60%	-6.64
信用债(AAA)：5 年	4.054	38.70%	-0.82
信用债(AA+)：1 年	3.818	43.60%	-3.24
信用债(AA+)：3 年	4.169	42.30%	-2.65
信用债(AA+)：5 年	4.324	35.30%	0.19
信用债(AA)：1 年	4.068	41.90%	0.76
信用债(AA)：3 年	4.459	39.90%	-0.65
信用债(AA)：5 年	4.734	31.70%	4.08

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，各评级信用利差均走阔，AAA 与 AA+信用利差较前周走阔 4bp 至 33bp，AA+和 AA 之间的利差较前周走阔 2bp 至 29bp。

图 6：各评级信用利差均走阔（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

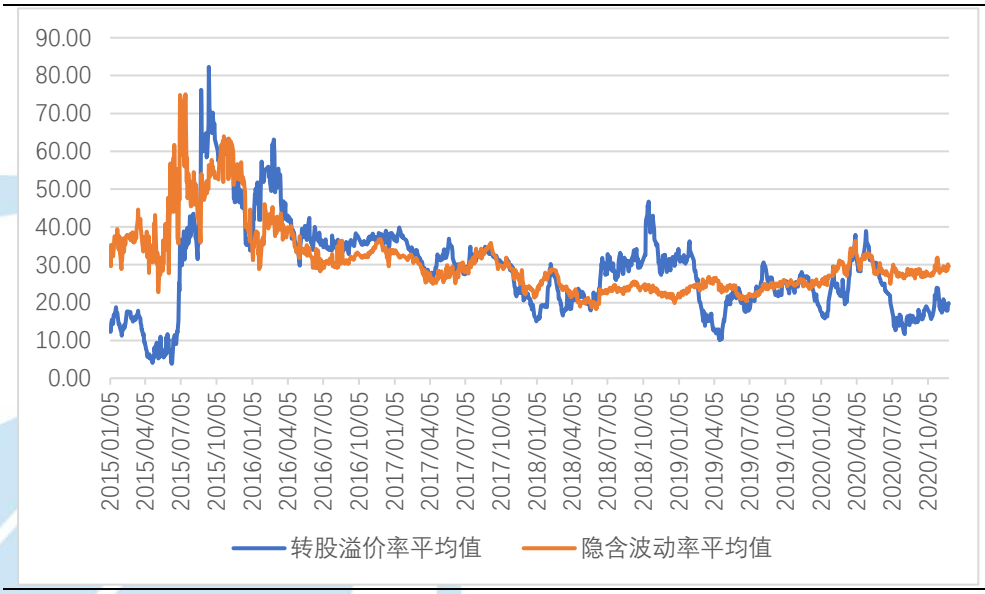
2.4 可转债分析：权益各市场走势延续分化，转债与对应权益市场趋势一致，建议关注顺周期、可选消费、细分科技龙头、“十四五”主题、银行

1）可转债的走势复盘：权益各市场走势延续分化，沪市表现较好，可转债各市场与对应权益市场趋势一致，强赎转债跌幅居前

本周权益各市场走势延续分化行情，周期价值上涨，成长表现不佳，上证指数本周收于 3408.31 上涨 0.91%，深证成指本周下跌 1.17%，创业板指本周下跌 1.80%，中小板指本周下跌 1.17%。可转债市场行情趋势与对应权益市场基本保持一致，本周上证转债上涨 0.92%至 328.99，深证转债上涨 0.08%至 262.88，中证转债上涨 0.65%至 368.39，其中，汽模转 2、今飞转债、永兴转债、金能转债、英科转债等领涨，天汽模控股权被国资高溢价收购，正股连续 2 日涨停带动转债大涨，受汽车板块拉动，今飞凯达涨停带动今飞转债大涨；永鼎转债、贝斯转债、万里转债、泛微转债、三超转债等领跌，高溢价强赎万里转债和公布强赎的久立转 2 跌幅居前。一级方面，本周汉得转债、永安转债、飞凯转债三只转债发行，贝斯转债、华海转债、天能转债、伟 20 转债、威派转债、紫金转债六只转债上市。

从近五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及隐含波动率震荡上行，整体变化不大。

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：权益市场大概率继续窄幅震荡，转债行情驱动或将来自于正股，关注顺周期、可选消费、细分科技龙头、“十四五”主题、银行

基本面渐进修复之路在拜登上台、疫苗利好、RCEP 等事件下继续稳步推进；资金面虽整体仍偏紧，但蚂蚁暂停发行使得年内 IPO 压力有所缓解；风险偏好方面，信用债违约事件频现，但政策环境对股市仍较友好，预计不会产生实质性冲击。然而量能不足、机构年底持盈保泰心态、疫情局部反复等影响交易情绪，指数或难有更积极表现，预计其大概率将继续窄幅震荡。从国内形势看，经济发展已经从高速增长转向高质量发展的新阶段，加速转变发展模式是大势所趋；从国际形势看，目前新冠肺炎仍在全球肆虐，贸易保护主义有所上升，全球产业链面临调整可能。加快形成以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局是立意长远的战略之举，包括新能源、汽车、社服、5G 新基建、建筑材料、军工新材料、半导体设备等行业有望受益于新发展格局的提振。

转债市场持续扩容，个券只数增加，目前转债平均估值不低，整体提估值难度较大，2020 年市场走势来看，估值对转债的保护性也有所降低，因此行情驱动或将来自于正股的阿尔法。近期银行股迎来估值修复行情，银行股的亮眼表现是宏观经济、经营业绩等多重因素共振的结果，驱动银行股上涨的因素预计将

延续。同时，在经历一波估值修复之后，部分银行转债触发赎回条款可能性上升，这令银行看到通过转债债转股来补充资本金的希望，而在银行资本金稀缺的情况下银行有动力推动股价上升完成转股，这也将为银行转债带来配置机会。预计近期主线方向：（1）顺周期低估值板块的价格修复；（2）经济复苏带来的可选消费的修复；（3）细分科技龙头；（4）“十四五”主题相关品种；（5）处于估值低位的银行类转债。

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：年底前或震荡为主 关注顺周期：低估值上游、大金融及可选消费

1) 权益市场走势复盘——上证综指冲高震荡 分化加深 低估值表现较好

本周市场冲高震荡，整体呈 N 型走势。上证综指最终报收于 3408.31 点，全周上涨 0.91%，年内首次在周线上收于 3400 点上方；同期深圳成指和创业板指呈调整走势，全周分别下跌 1.17%和 1.80%。量能方面，两市合计成交 4.11 万亿元，环比基本持平。分市场看，沪市成交 1.82 万亿元，环比放大约一成，而深市量能却小幅萎缩。

盘面上，板块表现和风格分化进一步加深。上证综指代表的低估值蓝筹（如银行、保险、能源）继续稳健上涨，银行板块本周整体涨幅达 5%，表现尤其突出；而高估值的成长类个股延续调整，其中生物医药和 TMT 科技股持续回调，10 月以来累计调整幅度已较大。从个股表现看，全周下跌个股数依旧明显超过上涨家数，二八现象明显。当前市场机会主要集中在以沪市为代表的低估值蓝筹。

图 8：上证综指冲高震荡 低估值价值股表现较好



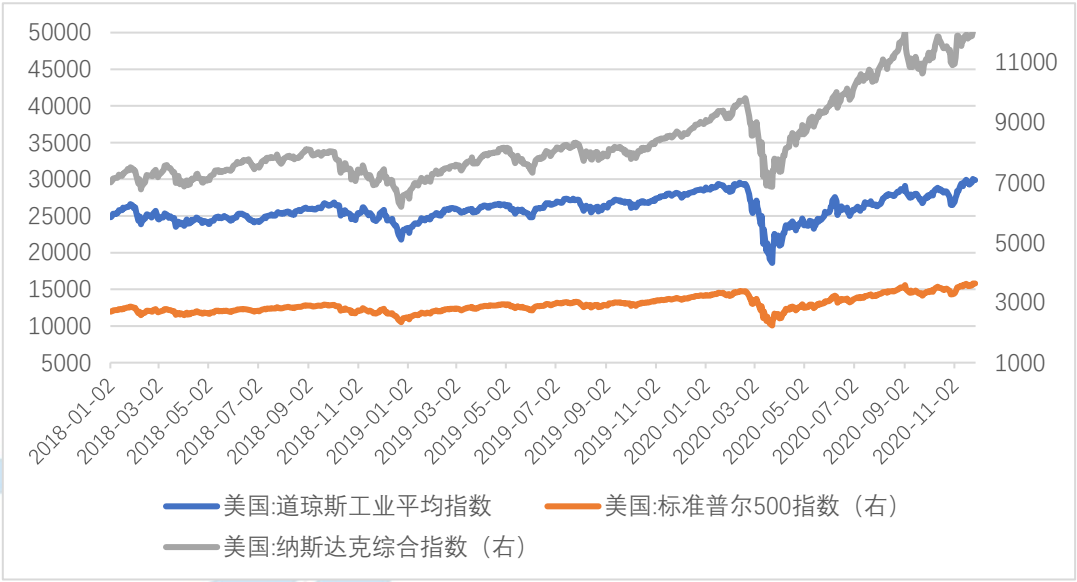
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，美股三大指数均上涨，道指本周上涨 2.21%，报 29910.3700 点，纳指本周上涨 2.96%，报 12205.8500 点，标普 500 指数本周上涨 2.27%，报 3638.3500 点。

由于遇上了感恩节假期和“黑色星期五”，本周美股实打实的交易日只有 3 天多，但大选结果落定以及疫苗研发形势向好带来的乐观情绪，引领美股三大指数纷纷向历史纪录高点发起冲击。本周，疫苗消息

成为市场重点，美国总统特朗普称疫苗下周开始交付。并优先提供给一线工作人员、医务工作者和老年人，预测明年欧美新冠疫苗接种比例很高，可能推动全球经济迅猛回升。回顾过去 20 年，包括感恩节和圣诞节在内的第四季度通常是个积极的交易季度，因为强劲的支出推动了经济增长，这意味着现在购买的投资者可能会在年底之前看到收益。

图 9：美股三大股指上涨



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——年底前或震荡为主 关注顺周期：低估值上游、大金融及可选消费

展望后市，国内经济向好继续支撑市场，但随着年底临近，资金面短期难以明显放松，冬季海外新冠疫情持续恶化，同时年底机构投资者行为也倾向保守。在此环境下，年底市场或以震荡运行为主。

10 月份工业企业盈利增长加快，经济运行态势持续向好。最新工业企业利润数据显示：10 月规模以上工业企业实现利润总额 6429.1 亿元，同比增长 28.2%，增速比 9 月份加快 18.1 个百分点；1-10 月累计实现利润总额 50124.2 亿元，同比增长 0.7%，首次转正。

年底国内资金面短期难以放松，且或有短期波动。在全球范围看，我国央行首先启动货币政策正常化进程。国内流动性环境自三季度以来，宽松程度趋向边际收敛。以市场资金利率观察，1 周期 shibor 自 7 月以来维持在 2.2%-2.4%区间波动；1 个月期 shibor 由 2%逐步上行至目前 2.74%。本周央行发布三季度货币政策执行报告，延续了政策向常态回归的导向，并重提控制货币供应总闸门。报告明确：下一阶段，将完善货币供应调控机制，根据宏观形势和市场需要，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”，不让市场的钱溢出来。叠加近期信用债市场违约事件频发，不断扰动金融市场，加大了资金面波动，同时抑制了市场风险偏好。此外，近期海外资金流入 A 股的持续性有所减弱，流入流出的波动增加，而国内资金却持续较快地南下净流入港股。至 11 月 27 日，月内陆港通北向资金净流入金额为 529.9 亿元，港股通南下净流入资金为 653.04 亿港元。综合看，年底期间国内资金面难有超预期宽松，A 股大概率维持存量博弈格局。

海外疫情仍在持续恶化，可能引发全球市场波动。美国过去一周每日新增确诊新冠病例超过 15 万人，呈持续上升趋势，截至 11 月 28 日累计病例已超过 1300 万人。疫苗成功增强了市场对战胜疫情的信心，但短期而言病例持续大幅增长将不时成为市场动荡的诱因。

此外，对机构投资者而言，年底为承上启下的时间段，一方面总结本年投资情况，获利了解意愿增强；另一面，积极筹划明年投资方向，体现在投资行为上以调仓换股为主，而攻击性不足，制约市场做多动能。

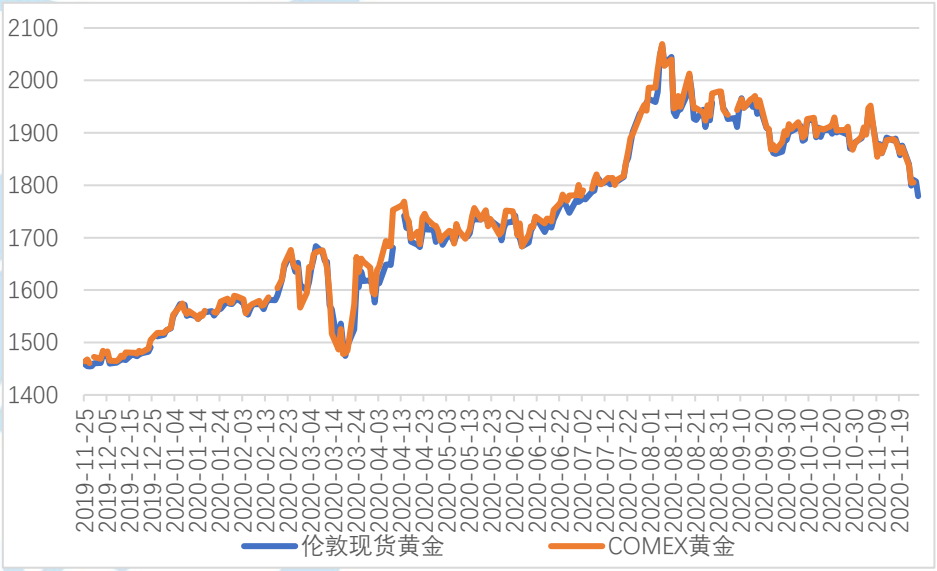
综合判断，预期年底前市场或以以震荡运行为主。不宜过度乐观，也不必悲观。行情表现上料或将延续结构分化：一方面，高估值个股将继续面临回调压力；另一方面，业绩向好、估值合理的优质公司，以及处于技术低位、估值较低的绩优公司，有望迎来估值切换及中长期资金调仓换股带来的投资机会。

策略上，建议继续做好仓位管理和风险防控，规避估值泡沫明显的板块和个股；重点挖掘低估值价值股机会，积极布局低位、低估值绩优股，在回调中关注核心科技成长股；行业方面，建议关注广义顺周期：低估值上游、大金融（银行保险）和可选消费。

3.2 黄金市场分析：疫苗研发整体维持向好态势以及投资者对美政府平稳过渡预期增强，金价加速下跌

本周金价继续大幅杀跌，现货黄金破位下跌，并失守 1800 美元重要关口支撑，创下 7 月初以来新低，同时也创下 9 月下旬以来当周以来最大周阴线。周五，伦敦现货黄金价格较上一交易日下跌 28.1 美元，或-1.55%，收报于 1779.3 美元/盎司，全周累计跌幅 5.14%；美国 COMEX 黄金期货结算价较周三（周四美国感恩节停止交易）下跌 23.6 美元，或-1.31%，收报于 1781.9 元/盎司，全周累计跌幅 4.83%。

图 10：金价加速下跌（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

疫苗利好消息和美政府平稳过度可能性增大削弱了黄金的吸引力，是金价大跌的主要原因，周四感恩节假期造成的流动性短缺加大了金价跌幅，但疫苗有效性受到质疑，美联储强化 QE，导致美元持续疲软，也限制了金价杀跌力度。上周辉瑞公司公布疫苗有效性数据后，黄金价格已累计下跌约 190 美元，本周英国阿斯利康公司也公布了其疫苗有效率，市场投资情绪进一步改善，金价继续下跌。美大选方面，美国总务署周一对美国当选总统拜登表示，他可以正式开始交接程序，紧接着周四美国总统特朗普表示，如果选举人团投票支持民主党人拜登当选总统，他将离开白宫，这是特朗普最接近承认败选的表态，使得美政府政权平顺交接的可能性增加。

但在美联储表示将延长购买债券的年期后，金价曾一度小幅反弹。周三美联储公布 11 月政策会议纪要，决策者认同资产购买支撑了经济，预计将延长购买债券的年期，维持当前的宽松货币政策。同时，有

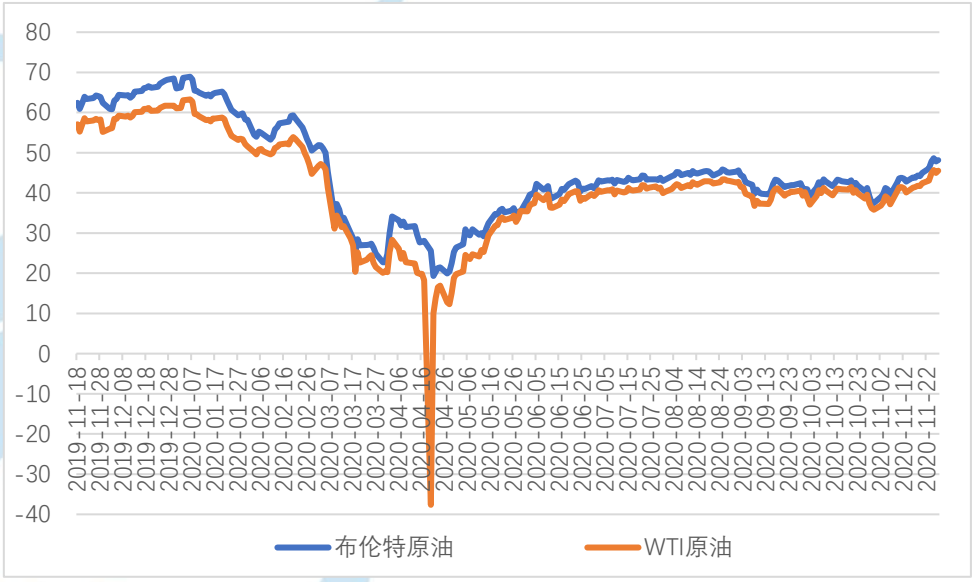
媒体称前美联储主席耶伦将担任新一届政府的财政部长，考虑到耶伦之前曾呼吁政府增加支出以帮助美国经济走出深度衰退，投资者押注未来将出台更多财政货币刺激政策，从而利好金价。

随着海外疫情解封和全球经济复苏，除了美元（大幅）贬值外，没有其他重要因素可以支撑金价上涨，预计短期内金价仍将处于下行趋势。金价在 8 月初创下历史新高后，开始扭转趋势进入下行区间。由于近期疫苗上市这样强有力的基本面因素不断有新的信息出来，包括中国疫苗预计也将很快推向市场，预计金价仍会下跌，本周跌破每盎司 1800 美元后，金价近期将挑战 1700 美元的关键价位。预计金价这种下行行情将延续一段时间，直到市场物价出现普遍性回升，或美元出现大幅贬值，金价才可能出现反弹。

3.3 原油市场分析：受疫苗消息、美油库存意外减少、OPEC+预期推迟增产等因素提振，油价继续大涨

周五，国际基准布伦特原油期货合约结算价较上一交易日上涨 0.38 美元，或 0.79%，收报于每桶 48.18 美元，全周累计涨幅 7.16%；美国基准 WTI 原油期货合约结算价上涨 0.6 美元，或 1.34%，收报于每桶 45.53 美元，全周累计涨幅 7.33%。在下周初 OPEC+会议召开前，油价已连续四周大涨，接近 3 月初油价暴跌前的水平。

图 11：本周油价继续大涨（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

疫苗利好消息前景整体向好，经济复苏继续向好，极大提升了对石油需求将大幅回升的预期。此外美国原油库存意外减少、美政府正常交接和 OPEC+将讨论推迟增产计划，也强化了该预期，从而拉动油价大涨。

英国阿斯利康公司本周称其新冠疫苗在关键试验中的有效率为 70%，且有望升至 90%，此前辉瑞以及 Moderna 也公布了利好的疫苗试验数据。疫苗研发进展的利好消息预示原油需求前景将有所改善，降低了石油恢复正常的风险。不过也有一些科学家对疫苗试验结果表达谨慎态度。

美过渡政府权力交接上，美国总统特朗普周一已同意相关官员推进权力交接，特朗普周四进一步表示如果选举人团投票支持民主党人拜登，他将离开白宫，围绕美国大选争议的不确定性逐渐消除。

美国能源信息署（EIA）公布的库存数据显示，截至 11 月 20 日当周，原油库存减少 75.4 万桶，市场预期增加 22.5 万桶，前值增加 76.9 万桶，库存减少，NYMEX 原油交割库俄克拉荷马州库欣的原油库存也意外减少了 172.1 万桶。

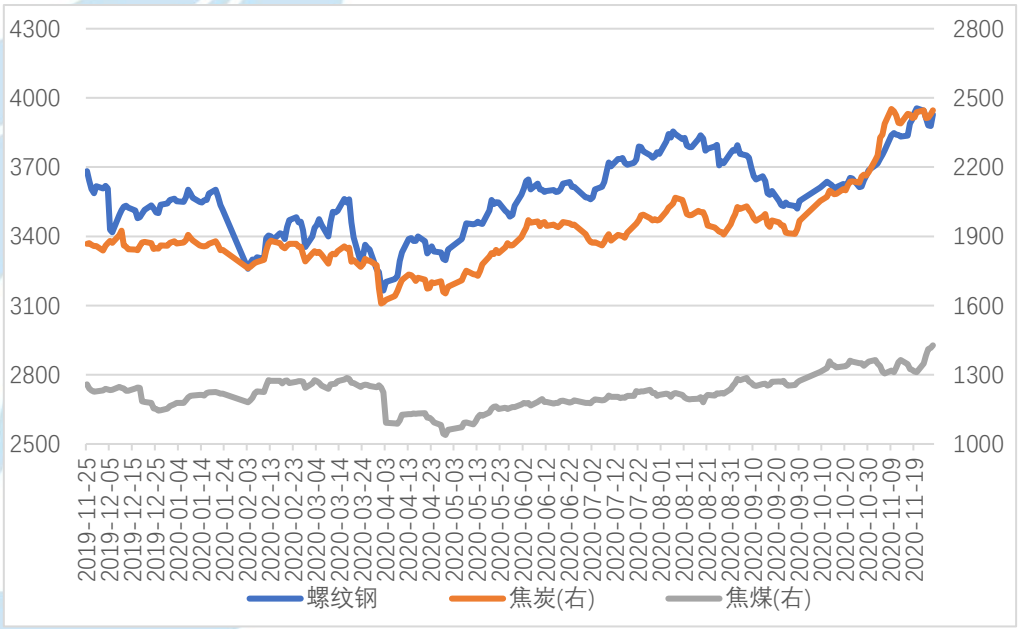
原油供给方面，OPEC+将于 11 月底、12 月初召开部长级会议，料将讨论推迟增产计划。OPEC+原计划在 1 月份将石油产量提高 200 万桶/日，约占全球消费量的 2%。尽管目前油价大涨，但由于第二波疫情导致需求疲软，OPEC+仍倾向于推迟明年的石油增产计划，以在疫情反弹和利比亚产量上升期间支撑市场。

有不少强劲的基本面因素推动原油市场继续反弹，尤其是疫苗研发，但市场仍存在看空担忧，预计油价短期内将维持在当前水平。一方面，尽管受疫苗利好消息的推动，但二次疫情仍在欧美等国家持续蔓延，目前任何可行的疫苗都不太可能在未来数个月大规模接种，因此部分封锁和旅行限制很可能持续到明年，原油需求不会立刻恢复；另一方面，当前油价已接近每桶 50 美元，市场认为一旦价格超过这个价位，美国部分页岩油生产商将出现获利，市场将被激活，数据表明美国活跃钻机数量增加。预计短期内油价将保持在每桶 45-50 美元之间。

3.4 黑色产业链分析：需求旺季渐过，螺纹钢价格下跌，但去产能、海关政策导致供给减少，双焦价格上涨

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周同期每吨下降 27 元，收报于 3928 元/吨，跌幅 0.68%；焦炭价格每吨上涨 9 元，收报于 2446.5 元/吨，涨幅 0.37%；焦煤价格每吨大涨 116.5 元，收报于 1427.5 元/吨，涨幅 8.89%。

图 12：螺纹钢价格下跌，上游原材料焦煤大涨（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

随着旺季需求逐渐过去，螺纹钢价格出现回调，但在高利润驱动下，螺纹产量仍小幅增加。供给方面，在螺纹转水盘线、华东查穿水螺纹、秋冬季长流程限产等因素共同作用下，螺纹钢产量上升幅度有限，供应端压力较弱。本周螺纹钢产量 360.09 万吨，较上周仅增加 0.11 万吨。需求方面，本周北方地区寒冬来袭，叠加华东大范围降雨，需求开始出现季节性转弱，但是当下社库的去化速度仍处于历史同期的较高水

平，需求韧性犹存，同时在原料端如焦煤价格高企以及基差的支撑下，短期螺纹钢价格或将以高位震荡为主。

焦炭现货价格第七轮提涨落地后，期货价格受河北去产能影响，也出现震荡反弹。本周铁水产量、焦炭产量均有增加，钢厂仍在积极补库，短期内支持焦炭价格上涨的因素仍存，风险在于随着下游行业需求旺季逐渐过去，及终端需求的走弱，导致铁水减产，焦炭需求下降。**焦煤期价大幅上涨，主要是受供应端减量的影响**。扰动因素主要有三个：蒙古国疫情加重，口岸通关量大幅减少；近期山西安全监管趋严下，国内焦煤产量难以放量；中澳关系紧张下，澳煤通关暂时比较困难。目前焦化厂补库积极，部分对冲焦炭去产能对需求的不利影响，焦煤基本面整体较稳健，短期内焦煤或维持相对偏强表现。

3.5 人民币兑美元汇率分析：人民币对美元汇率连续冲高的势头有所放缓，短期内，人民币兑美元汇率大概率将在当前水平双向波动，或继续小幅升值。

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.5755，较上周上涨 0.05%。即期汇率报 6.5823，较上周下降 0.17%。，周五，美元指数报 91.7845，创两年多以来新低，本周累跌 0.51%。

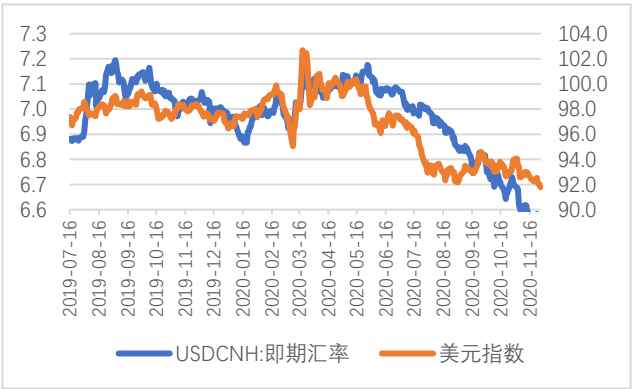
本周，人民币对美元汇率连续冲高的势头有所放缓，短期进入 6.54 至 6.59 的整理区间。美元指数弱势企稳是人民币汇率升势放缓的第一个原因。从短期看，支撑人民币对美元汇率上涨的几大因素并没有改变。从宏观经济层面看，我国疫情防控走在世界前列，已进入“外防输入、内防反弹”的新阶段，复工复产全面推进，经济率先回暖。同时，疫情反复使得世界各大经济体经济前景堪忧，加之对美联储宽松货币政策的预期，美元指数下跌。从宏观政策层面看，美联储已经全方位动用各种非常规工具为市场提供流动性，联邦基金利率也已重回零利率区间，而中国人民银行仍保持政策定力，保持流动性合理充裕。相比于美国过度宽松的货币政策，我国货币政策仍留有较大的空间，有助于将中美利差维持在高位，提振人民币资产的吸引力。 从国际贸易层面看，中国出口形势良好。此外，随着中国积极实行金融业对外开放，人民币资产越来越受到国际投资者的青睐，会吸引国际资金流入中国资本市场。因此，短期内，人民币兑美元汇率大概率将在当前水平双向波动，或继续小幅升值。

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：美元指数走跌



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，年末资金面波动加大

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	货币政策上，未来将保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；资金利率中长期将延续下行趋势，红利型股票吸引力有望持续上升。同时，国内宏观经济持续复苏，价值型公司的盈利逐步恢复。看好价值型股票的中长期投资价值，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。三季报业绩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，中短期内存在一定的估值透支成长压力；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、业绩持续超预期的持续成长公司。
	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。我们认为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。调整评级为超配，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。在经历了三季度的持续回调后，估值水平有所回落，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，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	明年经济内生增长动力不足、货币条件转弱，可能是债市转机的触发因素。当前长端利率债很难出现趋势性机会，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。择券上建议兼顾正股质地和转债定价挑选有亮点和性价比的个券，以下方向值得关注：（1）受益经济复苏和盈利修复的顺周期行业；（2）关注“十四五”主题催化下的主线、有政策支撑的领域（安全领域、科技领域、绿色能源等）；（3）正股估值较低的大金融行业转债；（4）存在错杀可能的成长科技品种。
商品	黑色产业链	标配	国内疫情基本得到控制，房地产、基建项目的复工加快推进，工业品累库速度已呈放缓趋势;同时全球宽松货币政策仍大概率延续，而国内扩张基建与房地产放松等逆周期政策加码的预期很强烈，也对市场形成一定程度支撑。
	原油	低配	美国各州经济正在重启，欧洲也开始推动复工复查，经济活动缓慢恢复，美股强势上涨，VIX 波动率下降，市场对经济恢复有良好预期，需求正在缓慢恢复当中。5 月份 OPEC+基本都履行了减产义务。在供需双重作用下市场基本面有望在二季度末发生扭转。全球原油需求的复苏进度成为供需强弱的关键边际变量。油价上行不会一帆风顺，目前潜在的风险点有美国传统的夏季出行旺季并没有出现原油需求大幅上升的迹象。美国的全国性抗议活动可能扰乱美国经济复苏，影响原油需求前景，施压油价。
	黄金	低配	近期因美联储近期鸽派不及预期叠加通胀修复，美元近期将继续修复预计黄金短期内将继续调整，控制风险观望为主。

			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。