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：（2020.11.09-2020.11.13）

摘要

- **CPI、PPI：猪肉价格下降、去年同期高基数等，导致 CPI 同比大幅回落至 1%以下，PPI 同比持平。**随着猪肉供给进一步恢复，叠加去年超强“猪周期”带来的高基数效应，猪肉价格在连续上涨 19 个月后首次同比下降，拉动食品价格进而 CPI 涨幅回落。预计 CPI 同比近期将保持在较低水平，不排除进一步回落甚至出现通缩的可能性。PPI 同比连续下降，但降幅在缩小，考虑到国内去产能政策持续、企业主动补库存、消费逐步复苏以及国际油价反弹等，PPI 大概率不会出现持续负增，预计到明年初，PPI 或将重返正增长。

- **金融数据：信贷规模和 M2 同比增速低于市场预期，但信贷结构继续改善。**金融数据出现季节性回落，10 月人民币贷款新增较上月大幅少约六成，社会融资新增规模同样减少逾六成。但信贷结构继续优化，居民和企业中长期贷款贡献信贷主要增量。企业短期贷款和票据融资同比减少，表明接近年底金融体系已开始控制放贷规模。随着资管新规过渡期结束，非标融资规模压降较大。M2 同比增速下降，M1 增速上升，两者剪刀差继续收窄，表明实体企业流动性继续好转，中国经济复苏向好势头不变，短期内货币政策放宽的可能性进一步下降。

- **资金面及央行公开市场操作：央行公开市场净投放 2300 亿元，本周资金面紧张，预计下周资金面仍维持紧张态势，央行将采取“MLF+逆回购”组合方式来缓解市场流动性压力。**本周资金面紧张，紧张原因具体来看，一方面，由于税期将至，资金面临近月中收紧属于常态。另一方面，本周仍有超 3000 亿元政府债券发行，吸金效应不小。此外，信用债市场出现连环“爆雷”，引发市场对流动性的担忧。下周（11 月 16 日至 11 月 20 日）央行公开市场累计有 5500 亿元逆回购到期，2000 亿元 MLF 到期，叠加缴税缴准时点影响，使资金面颇为紧张。此前央行已经提前打预防针，预计下周将采取“MLF+逆回购”组合方式来缓解市场流动性压力。

- **利率债：本周， CPI 数据及金融数据的发布对债市形成一定支撑，但永煤事件的持续发酵与资金面整体趋紧造成债券市场收益率震荡上行。**国债收益曲线整体有所上移。本周债市利率变化主要受市场风险偏好回升、信用风险事件诱导以及资金面偏紧等因素影响，各期限均有明显上行。本周信用债违约事件频现，流动性压力传导至利率债市场，短期看存在一定负面影响；长期来看，若信用环境持续未得改善，一定程度上将提升利率债的配置需求，因此后续仍需关注信用违约事件的发展情况。全周，10 年国债活跃券 200006 上行 6.75BP 至 3.2650%，10 年国开债活跃券 200210 上行 2.90BP 至 3.7525%。

- **可转债：权益市场处于震荡区间，转债随之小幅下跌，建议关注顺周期、可选消费、“十四五”主题。**本周权益市场处于震荡区间，前两日由于前期两大压制市场的因素落地，各市场均录得上涨行情，随后三个交易日各市场震荡下跌，可转债市场行情趋势与权益市场基本保持一致，一级发行放缓。前期权益市场两大压制因素如期消除，基本面持续恢复进一步提高市场支撑力，同时未来三个月重大政策和外部扰动进入空窗期，预计观望资金将依照行业景气轮动路径逐步入场，继续推动基本面驱动的中期慢涨。转债投资把握盈利修复和政策主线，关注顺周期、可选消费、“十四五”主题。

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：**上周市场冲高回落、先扬后抑，四个交易日连续回撤使得股指上升势头短线受挫。原因上看，流动性预期收紧、债市调整及违约增加、互联网平台监管增强等导致了市场连续下挫。目前看上述因素的不利影响尚未完全消化，市场短期继续受压。但从中期看，我国经济基本面良好，经济复苏持续进行，中期依旧值得看好，因短期压力而出现的调整反而可视为中线布局机会。板块配置方面，关注经济复苏推动下的广义顺周期和大金融，以及可选消费（家电、汽车）等投资机会。操作上，注意规避估值泡沫明显的板块和个股；自下而上挖掘核心优质公司，把握震荡中的低位介入时机。

- **黄金：美大选基本落幕和疫苗突破性进展导致不确定性一一落地，金价下跌。**本周黄金价格先升后降，周一拜登胜选提振了黄金表现，伦敦金现一度升至 1965 美元/盎司，但疫苗取得突破性进展的消息发布，经济未来面临的不确定性减少，提振了市场风险偏好，导致金价下挫逾百美元。鉴于拜登推行更大规模刺激计划面临一定阻力、欧美疫情强烈反弹、疫苗何时上市及效果如何等，未来市场仍面临较多不确定性，金价将在 1900 美元/盎司上下波动。

- **原油：拜登胜选和疫苗取得突破性进展，刺激油价大涨超 8%。**过去一周，布伦特和美国原油价格均创逾两个月新高，拜登胜选且辉瑞疫苗取得重大进展，刺激油价大涨，但全球疫情形势愈加严峻，同时疫苗的效应可能短期并不能推动需求复苏，油价并没有出现暴涨。拜登胜选整体对油价利好，OPEC+也可以继续延长减产计划，但疫情反弹及疫情发展仍不明确将限制油价涨幅，预计未来几个月油价将处于 40-50 美元/桶区间内波动。

- **黑色产业链：受需求回升及去产能政策提振，黑色系价格继续上涨。**国内经济持续向好，以及预期冷冬来临前项目赶工需要继续拉动对黑色系产品的需求，黑色产品价格持续上涨，由于焦炭价格前期涨幅过高，本周涨幅有限。螺纹钢期货市场价格连续上涨后似乎到达阶段性高位，目前已有回落迹象，后期需求走弱概率较大，应谨慎冲高回落。焦炭短期基差压力修复后，价格也将转入高位震荡格局，但焦煤随安全监管政策趋严和海关维持收紧政策，价格或将继续上涨。

- **人民币汇率：人民币兑美元汇率中间价上涨。**本周一开始市场继续对新冠病毒疫苗的消息作进一步发酵。在金融市场投资氛围一片向好的推动下，在全市场上长短期国债收益率的大幅上升使得美元保持良好的走势，美元指数周初上涨。尽管辉瑞的新冠疫苗消息刺激市场情绪，但是全球新冠肺炎疫情的形势严峻，还是会引发投资者担忧经济复苏，这也是眼下市场偏谨慎的一个因素，随后美元指数下跌，近乎抹平上涨幅度。短期看，国内疫情防控与经济复苏态势良好，人民币资产长期配置价值凸显等方面显示，人民币汇率仍有支撑。但从内、外环境趋势看，人民币本轮升势已接近尾声，随后有望转向强势双向震荡格局。

风险提示：货币政策超预期收紧 年末资金面波动加大

目录

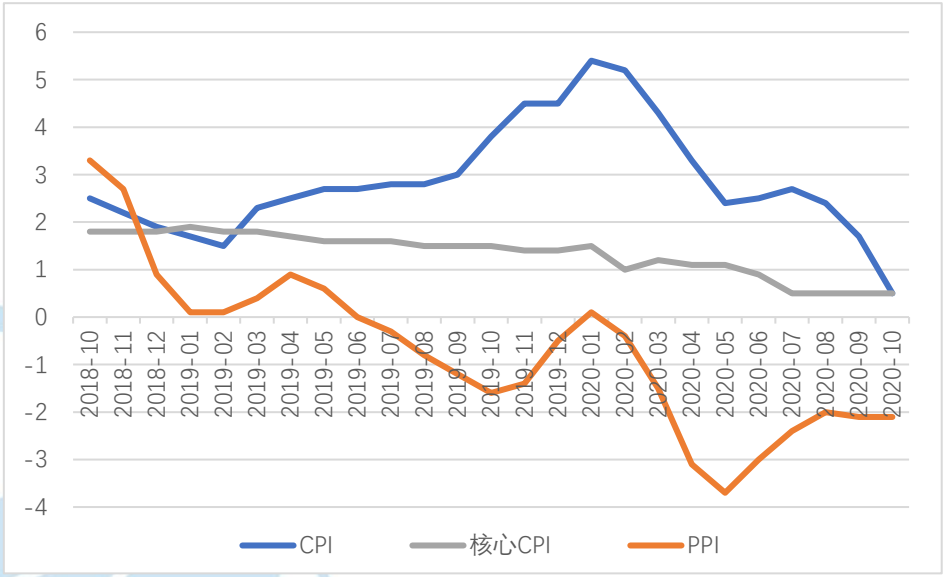
一、 本周重点经济数据分析.....4
1.1 CPI/PPI 数据.....4
1.2 社融数据.....5
1.3 每周要闻.....8
二、 固定收益市场分析.....8
2.1 资金面分析.....8
2.2 利率债走势分析.....10
2.3 存单与信用债分析.....11
2.4 可转债分析.....12
三、 主要资产价格分析.....13
3.1 权益市场分析.....13
3.2 黄金市场分析.....16
3.3 原油市场分析.....17
3.4 黑色产业链分析.....17
3.5 人民币兑美元汇率分析.....18

一、 本周重点经济数据分析

1.1 猪肉价格下降、去年同期高基数等，导致 CPI 同比大幅回落至 1%以下，PPI 同比持平

受猪肉价格由升转降、去年同期基数较高和翘尾因素减少等因素共同影响，居民消费价格指数同比继续大幅下降。国家统计局 11 月 10 日发布的数据显示，10 月居民消费价格指数（CPI）同比上涨 0.5%，较 9 月大幅回落 1.2 个百分点，为 2009 年 12 月以来的最低值，CPI 同比已连续三个月回落；扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%，已连续四个月持平。10 月工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下降 2.1%，降幅与 9 月持平。根据稍前的调查数据，10 月 CPI 和 PPI 同比变化均低于市场预期。

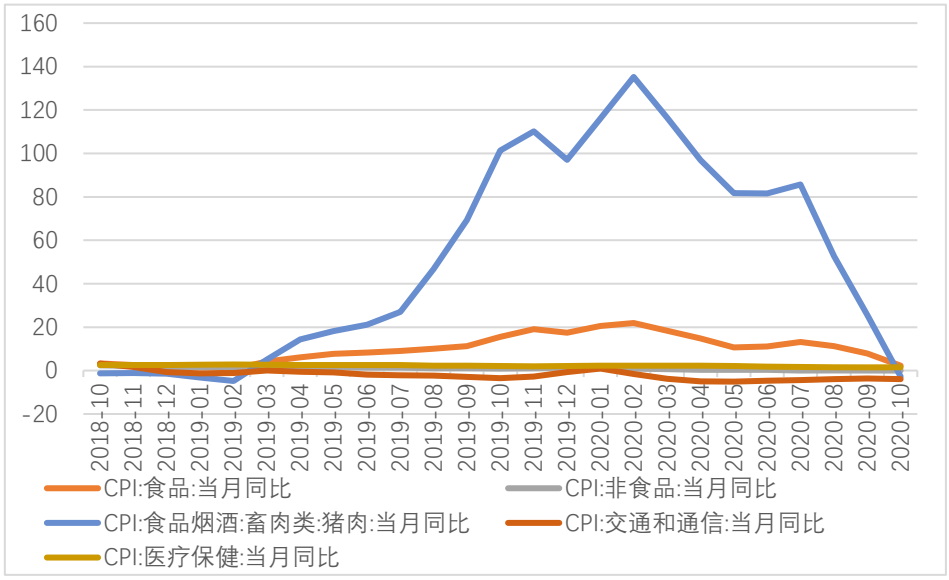
图 1：10 月 CPI 同比上涨 0.5%，较上月大幅回落，CPI 同比下降 2.1%（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

猪肉价格连续上涨 19 个月后首次由正转负，导致食品价格涨幅回落，也带动 CPI 涨幅下破至 1%以下。10 月食品价格同比上涨 2.2%，较 9 月大幅下降 5.7 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.49 个百分点。随着猪肉供给进一步恢复，叠加去年同期超强“猪周期”造成的高基数效应影响，猪肉价格连涨 19 个月后首次转降，同比下降 2.8%，对猪肉具有替代作用的鸡肉和鸭肉价格同比也出现下降，其他肉类如牛肉和羊肉价格虽然同比上涨，但涨幅亦有回落。10 月非食品价格同比持平，与 9 月没有变动，各分项指标有升有降，医疗保健价格同比上涨 1.5%，交通和通信同比下降 3.9%。据统计局的测算，在 10 月 CPI0.5%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0.4 个百分点，比 9 月大幅回落 0.8 个百分点，也是带动 CPI 回落的主要原因之一。预计近期 CPI 同比将保持在低水平，不排除进一步回落甚至出现通缩的可能性。

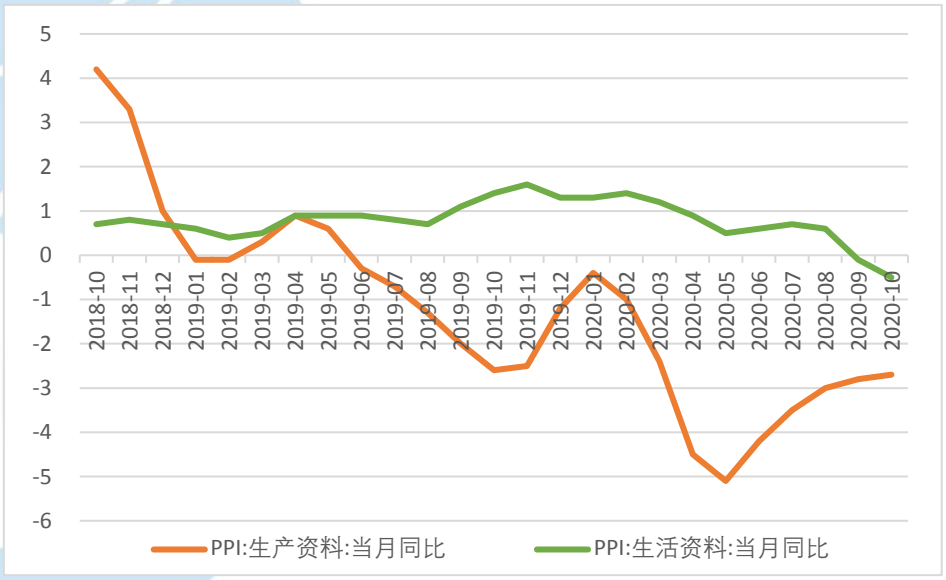
图 2：10 月猪肉价格同比由正转负，带动食品价格涨幅回落（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

尽管随着复工复产接近尾声，国内供给基本接近疫情前水平，但需求整体仍偏弱，输入型价格通胀也没有明显发生，导致 PPI 同比连续处于下降通道。10 月 PPI 同比下降 2.1%，降幅与 9 月相同，其中生产资料价格下降 2.7%，降幅收窄 0.1 个百分点；生活资料价格下降 0.5%，降幅扩大 0.4 个百分点。未来国内去产能政策效应、企业主动补库存、消费逐步复苏以及国际油价反弹等各因素叠加，PPI 大概率不会出现持续负增，预计到今年末或明年初，PPI 或将出现正增长。

图 3：10 月 PPI 同比下降 2.1%，与 9 月持平（%）



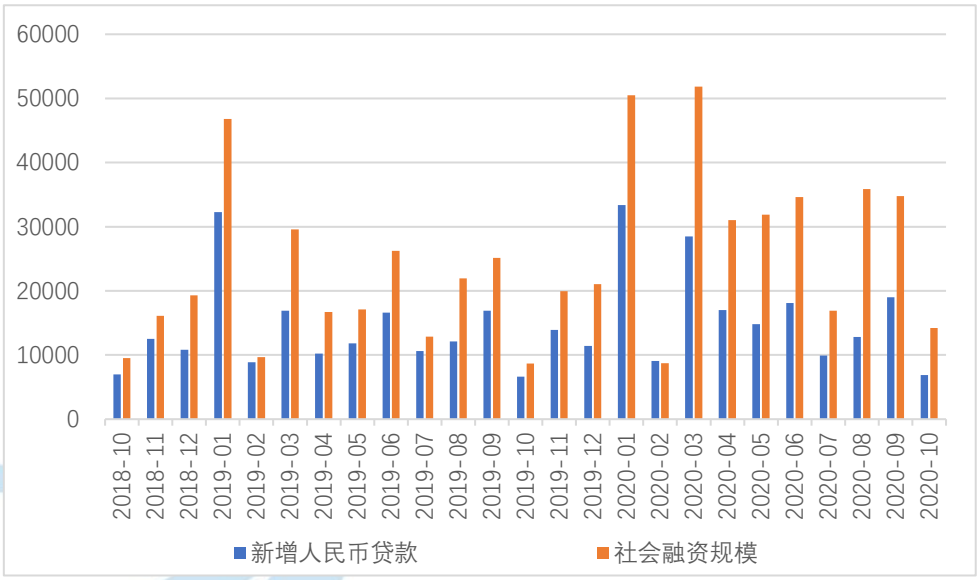
资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.2 10 月新增信贷规模和 M2 增速低于市场预期，但信贷结构继续改善

金融数据出现季节性回落，新增人民币信贷规模和广义货币供给量增速均低于市场预期，但信贷结构继续改善。央行 11 月 11 日最新发布的金融数据显示，10 月人民币贷款增加 6898 亿元，同比多增 285 亿元，但较 9 月的 1.9 万亿元大幅减少约六成；新增社会融资规模为 1.42 万亿元，同比多增 5493 亿元，同

样较 9 月的 3.48 万亿元减少逾六成。新增信贷规模低于市场预期，但社融规模略高于预期。往年 10 月信贷规模就偏小，再加上银行转贴现利率快速下行超过 60 个基点，银行或许在年底之前有一定冲贷压力，导致新增信贷有限。此外，10 月广义货币供给量（M2）同比增长 10.5%，较上月下降 0.4 个百分点；狭义货币供给量（M1）同比增长 9.1%，比上月提高 1 个百分点，创下近三年来新高。

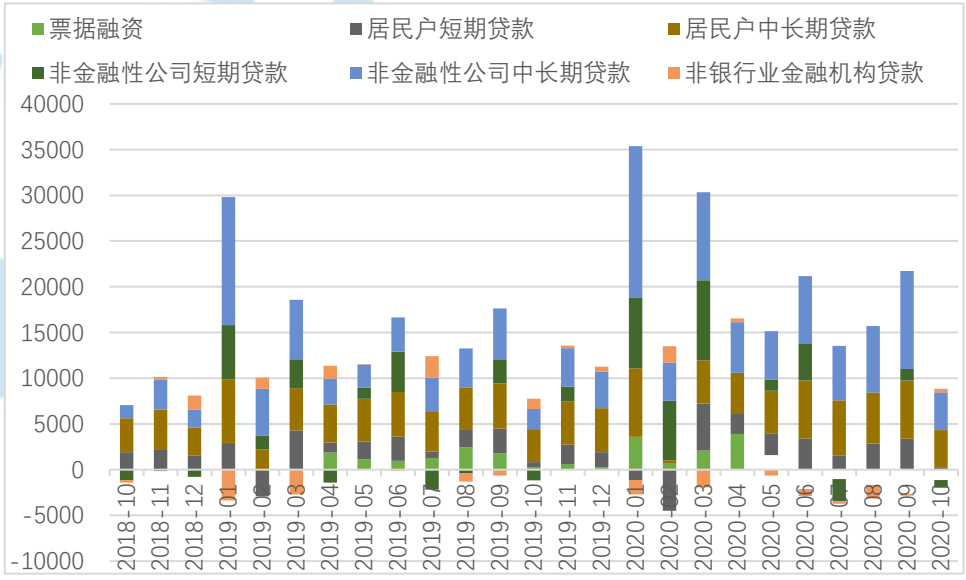
图 4：10 月人民币信贷出现超预期下降（亿元）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

居民和企业中长期贷款贡献主要增量，信贷结构继续优化。新增信贷作为反应实体经济需求的主要指标，10 月新增规模不足 7000 亿元，创下一年来低点，说明实体经济仍然有比较旺的融资诉求，但金融体系已开始控制放贷规模。从信贷结构看，中长期贷款增长较多，信贷结构优化，住户部门新增的 4331 亿元信贷中中长期贷款占 4059 亿元；企（事）业单位贷款新增的 2335 亿元中中长期贷款占 4113 亿元，短期贷款则减少 837 亿元，票据融资减少 1124 亿元。企业短期借款和票据融资则明显受挫，票据融资减少 1124 亿元。

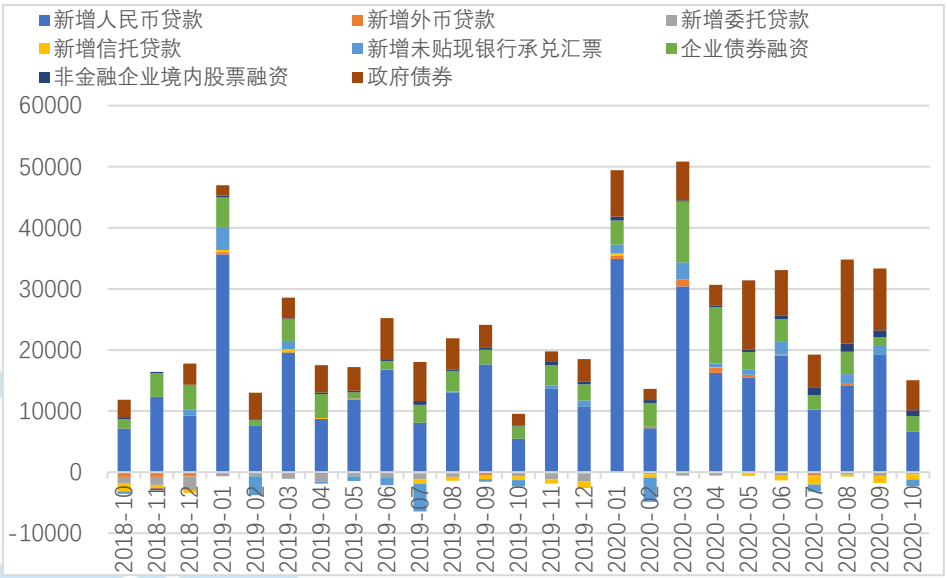
图 5：10 月信贷结构持续优化，中长期贷款占比提高（亿元）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

社会融资规模保持合理正常水平，非标融资继续压降。从社融规模构成看，对实体经济发放的人民币贷款增加 6663 亿元，同比多增 1193 亿元；委托贷款减少 174 亿元，信托贷款减少 875 亿元，未贴现的银行承兑汇票减少 1089 亿元，非标融资合计减少 2138 亿元；企业债券净融资 2522 亿元，同比多 490 亿元，同时较上月增加 1110 亿元；政府债券净融资 4931 亿元，同比多 3060 亿元，但较上月大幅下降；非金融企业境内股票融资 927 亿元，较上月下降 194 亿元，表明股票市场交易热度有所降温。

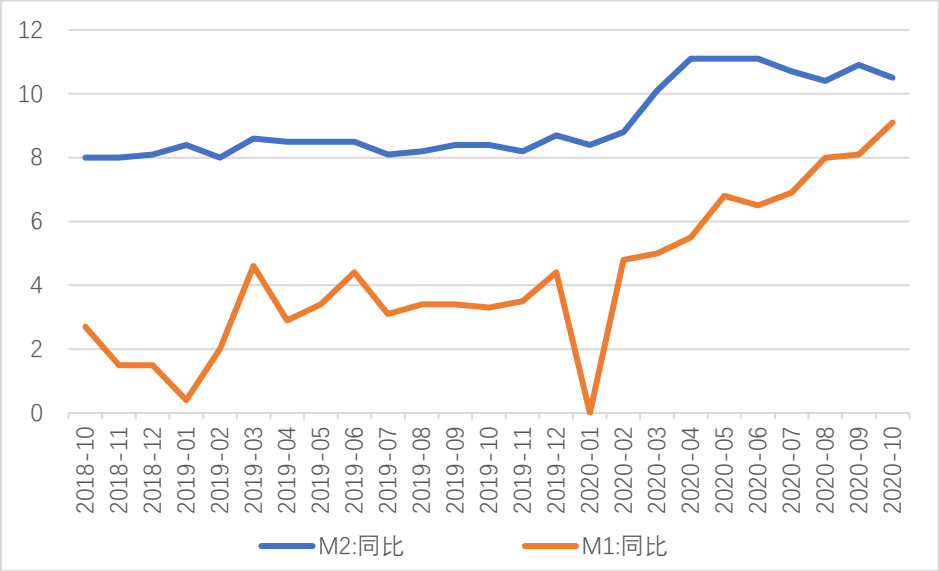
图 6：10 月社会融资规模保持合理增长水平（亿元）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

M2 同比增速下降，M1 增速上升，一降一升，两者剪刀差继续收窄，表明实体企业流动性继续好转。货币供给方面，10 月 M2 同比增长 10.5%，增速较上月降低 0.4 个百分点；M1 同比增长 9.1%，增速较上月提高 1 个百分点。影响 M2 下降的主因主要是季节性因素，包括财政存款的增加和债市融资的减少。稳中有降的金融数据，结合此前已公布的 PMI、进出口及 CPI 等乐观的经济数据，说明中国经济复苏向好势头不变下，货币政策放宽的可能性进一步降低，短期内保持中性将成为主基调。

图 7：10 月 M2 同比增长 10.5%，M1 增长 9.1%（%）



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、永煤控股超短融违约引信用债市场巨震

距离上笔债券发行日不到一个月，拥有“AAA”主体评级的永城煤电控股集团有限公司发行债券“20永煤SCP003”在11月10日猝不及防发生实质性违约，债市一片哗然。作为河南省规模最大的省级煤炭企业集团——河南能源化工集团有限公司的子公司、实际控制人为河南省国资委的企业，永煤控股债券的违约，令其及河南能源化工集团存续债券持有者的担忧情绪迅速蔓延。永煤控股相关债券集体暴跌，河南省煤企债券遭遇抛售。此外，巨震的冲击波在信用债市场蔓延，紫光、苏宁等多家发行主体的债券暴跌引起债市投资者关注。

2、平台经济反垄断指南公开征求意见

11月10日，市场监管总局就《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》公开征求意见。征求意见稿指出，平台经济领域垄断协议主要是指平台经营者、平台内经营者排除、限制竞争的协议、决定或者其他协同行为。征求意见稿内容涵盖了对于市场支配地位、不公平价格行为、低于成本销售、限定交易、差别待遇（大数据杀熟）、搭售或者附加不合理交易条件等行为的认定。受此消息的影响，11月10日，阿里巴巴、腾讯、京东集团、美团等港股互联网平台企业集体大跌。

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2300亿元，本周资金面紧张，预计下周资金面仍维持紧张态势，央行将采取“MLF+逆回购”组合方式来缓解市场流动性压力

1）央行的公开市场操作：央行公开市场净投放2300亿元

本周央行共进行5500亿元逆回购操作，同期有3200亿元央行逆回购到期，因此公开市场操作实现净投放2300亿元。

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	-500	-1200	-1200	-300	0
7天	0	1200	1500	1200	1600
14天	0	0	0	0	0
TMLF（投放）366D	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	-500	0	300	900	1600

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）资金面的复盘：本周资金面紧张

本周以来，资金面紧张。银行间市场各期限利率均有所上行，DR007 涨至 2.7%上方，14 天回购利率（DR014）上行至 3.28%左右。非银机构流动性更显紧张，上交所质押式国债回购利率 7 天期以内种悉数上涨，隔夜品至 4.4%上方。紧张原因具体来看，一方面由于税期将至，资金面临近月中收紧属于常态。另一方面，本周仍有超 3000 亿元政府债券发行，吸金效应不小。此外，信用债市场出现连环“爆雷”，引发市场对流动性的担忧。11 月 10 日，永城煤电控股集团有限公司未能按期足额兑付“20 永煤 SCP003”，引发市场抛售相关存续债券，一些非关联企业发行的高评级债也受波及。

表 2：本周货币市场利率（%）

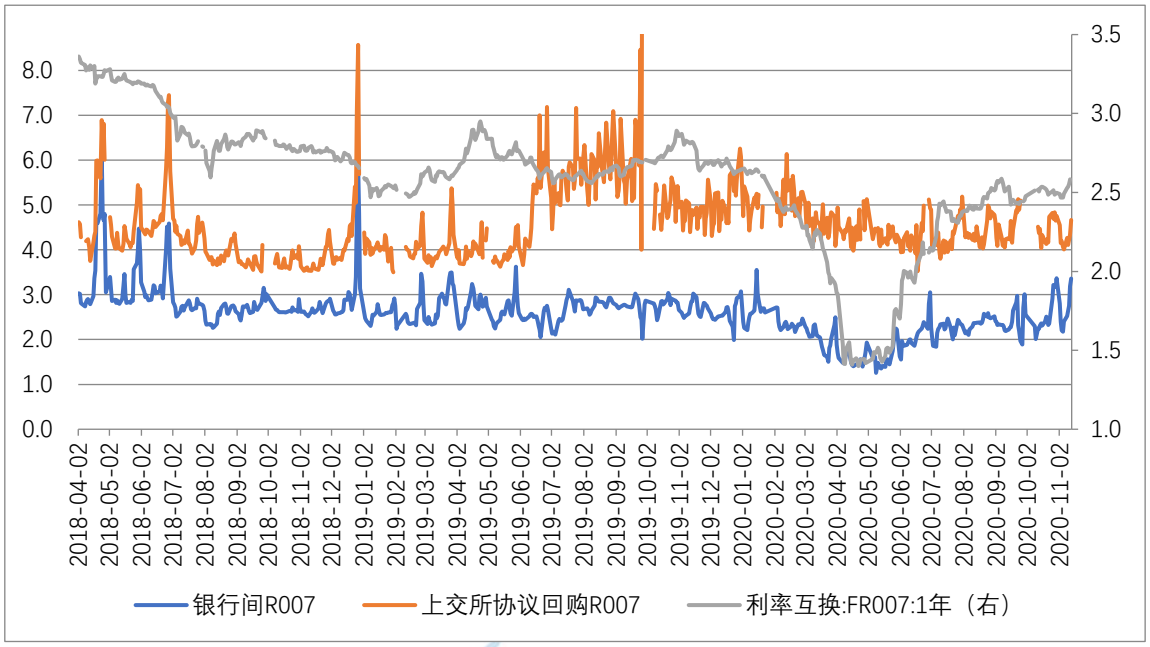
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	2.2858	2.4522	2.4857	2.8058	2.7809
	R007	2.5253	2.6374	2.7547	3.1901	3.3582
	R014	2.6411	2.7099	2.8254	3.1820	3.2811
	R021	2.6534	2.6814	2.7478	2.6168	2.9163
	R1M	2.8003	2.8052	2.9807	3.1274	3.1330
上交所协议回购	206001	4.3600	4.4340	4.2860	4.4570	4.4580
	206007	4.2650	4.1090	4.2200	4.3390	4.6650
	206014	4.7920	5.0210	5.1450	5.0350	5.2170
	206021	6.8930	5.9360	5.0960	6.6870	5.6060
	206030	5.7830	6.0380	5.9010	5.1640	4.8850
利率互换定盘：1Y	FR007	2.5284	2.5360	2.5521	2.5830	2.5831

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

3）资金面的展望：预计下周资金面仍维持紧张态势，央行将采取“MLF+逆回购”组合方式来缓解市场流动性压力

预计下周资金面仍维持紧张态势。本周以来，资金面仍保持收敛，虽然央行逐步加大净投放力度。11 月 10 日至 12 日，央行单日逆回购操作规模均超千亿元，13 日更是在没有逆回购到期情况下开展 1600 亿元逆回购操作，单日净投放量创 10 月中旬以来新高，资金面依旧难言宽松。除短端资金面外，当前银行间中长期流动性也并不宽松，同业存单发行利率不仅“抹平”上半年下行幅度，而且已超过年初水平。由此来看，当前银行对 MLF 的需求应只增不减。整体来看，跨年资金面也可能偏紧。下周（11 月 16 日至 11 月 20 日）央行公开市场累计有 5500 亿元逆回购到期，2000 亿元 MLF 到期，叠加缴税缴准时点影响，使资金面颇为紧张。此前央行已经提前打预防针，预计下周将采取“MLF+逆回购”组合方式来缓解市场流动性压力。

图 8：本周资金面紧张（%）



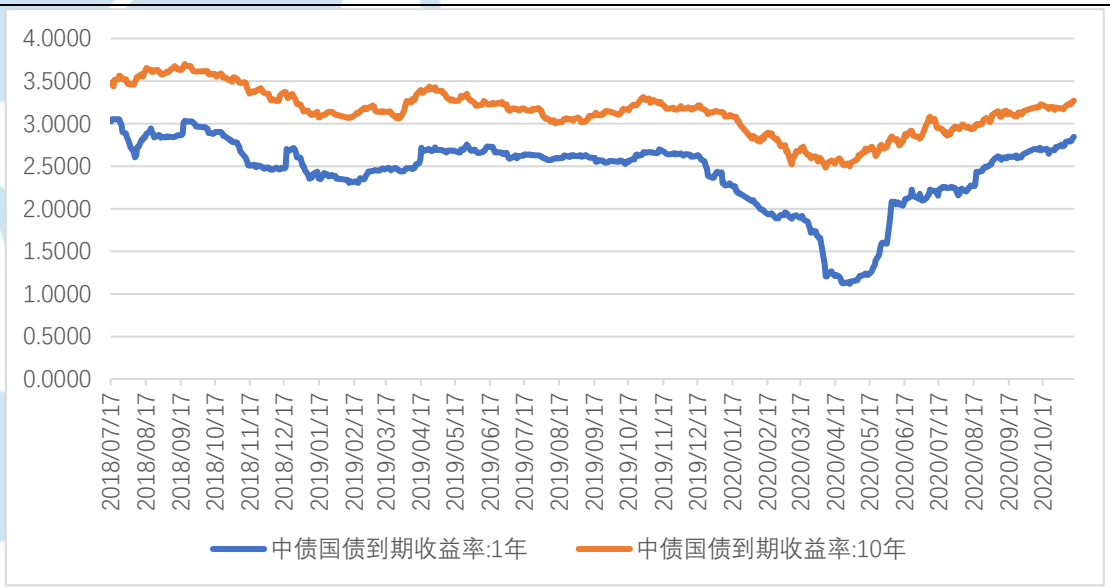
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析：本周债市利率变化主要受市场风险偏好回升、信用风险事件诱导以及资金面偏紧等因素影响，各期限均有明显上行

1）利率债走势复盘：资金面先整体趋紧，利率震荡上行

本周，各期限国债期货价格均下降。5 年期国债期货主力合约 TF2012 价格为 99.3550，较上周下降 0.32%。10 年期国债期货主力合约 T2012 价格 97.6350，较上周下降 0.47%。2 年期国债期货主力合约 TS2012 价格为 100.0000，较上周下降 0.15%。

图 9：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

本周，CPI 数据及金融数据的发布对债市形成一定支撑，但永煤事件的持续发酵与资金面整体趋紧造成债市收益率震荡上行。本周周初，资金面先紧后松，周末公布的 10 月份出口数据好于预期，增速创 19 个月新高，加之周末拜登确认当选美国总统，利多美股利空美债，因此，国内长债收益率整体上行；周二在资金面继续偏紧态势，美国制药公司辉瑞宣布新冠疫苗有效率超 90%，远超预期，但由于当日 9 点半公布的 CPI 仅有 0.50%，远低于预期，受此消息刺激，债市不顾美债及资金面紧张的压制，收益率小幅高开后强势下行，另外，上海、天津及安徽出现跨省传播新冠病例，亦或对债市多头情绪提供了助力；周三利率盘中波动不大，活跃 10 年围绕昨日收盘利率上下 1bp 波动。当天股市下跌对债券形成利好，但是尾盘公布的金融数据符合预期，并且在高位运行，随后公布的下周国债发行规模超预期，带动利率反弹；周四周五利率继续反弹，活跃券普遍上行 2-3bp，中短端上行超过长端，永煤事件持续发酵和资金面紧张是导致利率反弹的主要原因。全周，10 年国债活跃券 200006 上行 6.75BP 至 3.2650%，10 年国开债活跃券 200210 上行 2.90BP 至 3.7525%。

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

基本面方面，中国 10 月 CPI 同比涨 0.5%，预期涨 0.8%，前值涨 1.7%；10 月 PPI 同比降 2.1%，预期降 2.1%，前值降 2.1%，连续 4 个月维持在-2%上下。通胀数据不及预期主要受猪价加速回落、油价表现偏弱影响，预计短期内，经济面临通胀压力较小。

10 月 M2 同比增长 10.5%，预期 10.8%，前值 10.9%；新增人民币贷款 6898 亿元，预期 7942.9 亿元，前值 19171 亿元。10 月 M2、新增贷款均低于预期，显示宏观调控政策在稳增长的同时，也更注重防风险的考量，预计后期在宽信用政策逐步退出、信用扩张速度放缓的背景下，经济恢复增速还将面临一定压力。实体企业的融资需求仍然旺盛，经济复苏逐渐常态化，但在外围疫情反复，中美关系尚不明朗的背景下，年内信用宽松，货币政策“紧平衡”的金融环境大概率不会改变。就债市而言，目前仍未出现明显的转机。

本周信用债违约事件频现，流动性压力传导至利率债市场，短期看存在一定负面影响；长期来看，若信用环境持续未得改善，一定程度上将提升利率债的配置需求，因此后续仍需关注信用违约事件的发展情况。货币政策方面，从央行政策表态偏紧、以及近期公开市场操作来看，预期再宽松的概率不大；但经济尚未回复潜在增速，且当前面临通胀压力较小，贸然收紧可能性较低，因此综合来看，预计货币政策整体仍将维持流动性松紧平衡，仍需关注下周央行 MLF 的投放规模。因此，综合判断预计债券市场后期仍将呈现宽幅震荡态势。

2.3 存单与信用债分析：信用债各等级及各期限收益率均上涨

1）一级市场发行：一级存单发行利率均上行，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 4,141.80 亿元，较上周发行量下降 30.91%。本周存单到期量为 5,557.90 亿元，较上周到期量上涨 61.41%。

各期限存单收益率均上行，1M 存单收益率较上周上升 27.30bp，3M 期存单收益率较上周上升 7.67bp，6M 期存单收益率较上周上升 9.25bp，9M 期存单收益率较上周上升 4.41bp。

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 2,487.32 亿元，较上周环比下降 53.10%。

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均上涨

信用债二级市场方面，信用债各等级及各期限收益率均上涨，AAA 级 1 年期、AAA 级 3 年期、AAA 级 5 年期较上周分别上涨 16.86bp、上涨 16.22bp、上涨 11.99bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别上涨 19.87bp、上涨 17.21p、上涨 12.99bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别上涨 19.87bp、上涨 15.21bp、上涨 10.76bp。

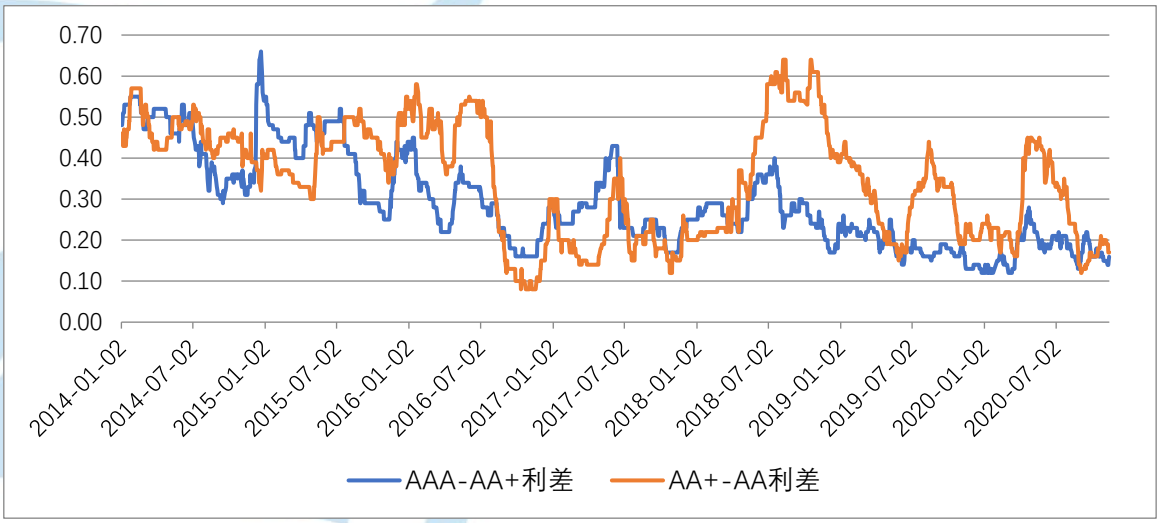
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	3.431	42.40%	16.86
信用债(AAA):3 年	3.8009	38.60%	16.22
信用债(AAA):5 年	4.066	39.70%	11.99
信用债(AA+):1 年	3.601	40.30%	19.87
信用债(AA+):3 年	3.960	35.50%	17.21
信用债(AA+):5 年	4.266	33.00%	12.99
信用债(AA):1 年	3.721	32.40%	19.87
信用债(AA):3 年	4.130	29.50%	15.21
信用债(AA):5 年	4.626	29.50%	10.76

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，中低评级信用利差收窄，AAA 与 AA+信用利差较前周走阔 1bp 至 16bp，AA+和 AA 之间的利差较前周收窄 3bp 至 17bp。

图 10：中低评级信用利差收窄（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

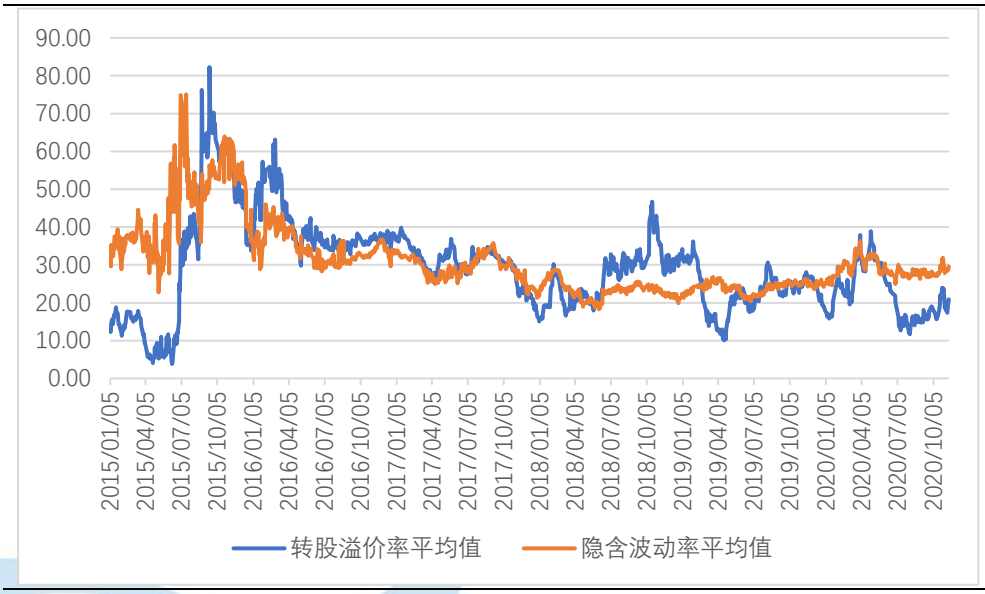
2.4 可转债分析：权益市场处于震荡区间，转债随之小幅下跌，建议关注顺周期、可选消费、“十四五”主题

1）可转债的走势复盘：权益市场震荡，可转债市场随权益市场下跌，一级发行放缓

本周权益市场处于震荡区间，前两日由于前期两大压制市场的因素落地，各市场均录得上涨行情，随后三个交易日各市场震荡下跌，上证指数本周收于 3310.10 下跌 0.06%，深证成指本周下跌 0.61%，创业板指本周下跌 0.96%，中小板指本周下跌 1.99%。可转债市场行情趋势与权益市场基本保持一致，全周小幅下跌，本周上证转债下跌 0.40%至 325.61，深证转债下跌 0.31%至 263.75，中证转债下跌 0.35%至 366.13，其中，乐歌转债、银河转债、宝莱转债、英联转债、智能转债等领涨，歌尔转 2、振德转债、上机转债、本钢转债、远东转债等领跌。一级方面，本周威派转债发行，乐歌转债、大参转债两只转债上市，一级发行放缓。

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，整体市场情绪回暖。

图 11：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：权益市场中期慢涨的逻辑继续，把握盈利修复和政策主线，关注顺周期、可选消费、“十四五”主题

前期权益市场两大压制因素如期消除，基本面持续恢复进一步提高市场支撑力，同时未来三个月重大政策和外部扰动进入空窗期，预计观望资金将依照行业景气轮动路径逐步入场，继续推动基本面驱动的中期慢涨。首先，拜登当选美国总统，其相对温和的政策主张有助于修复市场情绪，而国内市场流动性担忧消除，前期两大压制市场的因素落地。其次，10 月数据预计继续验证经济强劲修复，三季报验证了板块景气接力，工业和可选消费板块盈利复苏提前经济强劲修复和行业景气轮动将进一步提高市场支撑力。最后，未来三个月是重大政策和外部扰动的空窗期，“十四五”规划《建议》顺利落地，年末经济政策定调较难出现超预期变化；资本市场改革预期落地，全面注册制和退市制度改革节奏形成市场共识；货币政策将继续维持稳健基调不变；预计美国政策重心转向国内，中美摩擦将进入平和期。配置上，继续聚焦顺周期和低估值板块，关注“十四五”规划相关新经济主题。

随着内外部不确定性的逐步消散，市场主线也开始浮出水面，板块的分化之势并没有彻底扭转，但是板块热点已经呈现。转债市场随着正股的回暖渐入佳境，市场仍旧存在值得参与的机会。短期市场的方向重新回归盈利上，不仅在于盈利的方向，也在于未来盈利预期弹性较大的方向。从逻辑上，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。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）一是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）政策视角，重点关注“十四五”主题催化下的主线，抓住具有成长逻辑的标的。

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：短期震荡提供中线布局机会 关注顺周期、大金融和可选消费板块

1) 权益市场走势复盘——上周冲高回落，短期重回箱体震荡

本周市场冲高回落、先扬后抑：两市承接此前涨势周初继续上扬，沪深 300 指数一度走出年内新高，但强势未能延续，随后四个交易日股指连续回调，并抵消了周初涨幅。上证综指最终报收于 3310 点，全周微跌 0.06%；同期深圳成指和创业板指分别下跌 0.61%和 0.96%。两市合计成交 4.37 万亿元，环比上周略有放大。

盘面上，周初时低估值蓝筹、顺周期及科技板块等联袂上涨，推动股指上行；但后半周各大板块陆续进入调整：周中时年内涨幅居前而估值处于历史高位的生物医药、半导体等板块率先大幅回落；周四周五金融地产等权重板块也开始连续回调。整体上，市场冲高回落，股指上行受阻。技术看，连续四个交易日的回撤使得股指的上升势头明显受挫。

图 12：上证综指冲高回落，短期重回 3200-3450 点箱体震荡



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周来看，美股三大指数涨跌不一，道指本周累涨 4.08%，报 29479.8100 点，纳指本周下跌 0.55%，报 11829.2900 点，标普 500 指数本周累涨 2.16%，报 3585.1500 点。

疫苗研究方面的突破将使投资者可以略过卷土重来的新冠疫情，将眼光投向全球经济的广泛重启，从而推动了美股上涨。三季度良好的企业业绩和美国大选的结果进一步支撑美股。回到美股整体层面，疫情和疫苗仍然是当前市场最为迫切关注的事情。尽管本周初辉瑞报告了疫苗研发的重大进展，其有效率达到 90%，令市场一度振奋。然而，真正的疫苗面世可能还尚需时日。而即便最终研发成功，美国乃至全球大范围的使用在短期内显然也难以实现。预计美国经济 2021 年将复苏，但复苏的步伐可能在变好之前会变得更糟。政府的财政支持目前已经基本枯竭，使得年内可支配收入下降。最大的风险是，第三波疫情可能会随着气温的降低而进一步恶化。

图 13：美股三大股指涨跌不一



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——短期震荡提供中线布局机会 关注顺周期、大金融和可选消费板块

流动性预期收紧、债市调整及违约增加、互联网平台监管增强等多重因素导致短期市场调整。

首先，流动性预期收紧成为市场上行受阻的主要原因。数据上金融数据低于预期。10 月份，我国新增人民币贷款 6898 亿，低于预期的 7943 亿；M2 同比增长 10.5%，低于预期的 10.8%；新增社融 1.42 万亿元，略高于市场预期。

其次，近期债市再度调整，收益率持续上行和债券违约增加压制了市场风险偏好。从债市看，自 11 月初起债券收益率再度上行，债市进入调整，10 年期国债收益率再度回升至 3.2%，对高估值板块构成较大压力。与此同时，11 月 10 日永煤集团未能按期足额兑付“20 永煤 SCP003”，构成实质性违约；紫光集团存续债大跌，“18 紫光 04”、“19 紫光 01”和“19 紫光 02”12 日均跌逾 20%。债市信用风险凸显，权益市场受到冲击，成为金融板块下跌的重要原因。

第三，平台经济监管加强冲击科技板块。11 月 10 日市场监管总局出台《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》，对平台涉及的不正当竞争和垄断行为进行秩序重塑，平台类科技企业估值受抑制，受此影响恒生科技指数大跌 6.23%，国内科技板块也受挫。

目前看，上述事件对权益市场的不利影响尚未完全消化。首先，流动性收紧预期或将持续。货币政策方面，11 月 6 日国务院政策例会上，央行定调后疫情时代的政策取向：“特殊时期出台的政策将适时适度调整”，但“对于需要长期支持的领域进一步加大政策支持力度”，并强调“不能出现‘政策悬崖’”。此表态意味着后续货币政策仍将趋于收敛，将在结构性政策方面发力。11 月 13 日，楼继伟在第 11 届财新峰会上表示：“前期的财政和货币政策都有退出要求。”“随着经济复苏，过多的流动性需要收回，而这存在引发债务泡沫破灭的风险，因此现在要坚决降杠杆。”“从下一步来说，已经到了研究货币政策应急举措有序退出的时候，财政政策明年可能还要维持扩张，力度可能会比之前小一点。” 其次，受债市违约事件冲击，金融市场风险偏好短期内或难明显回升。此外，加强对平台经济的监管是大势所趋，对科技板块的不利影响还将继续，预期板块将受到估值水平回落压力。

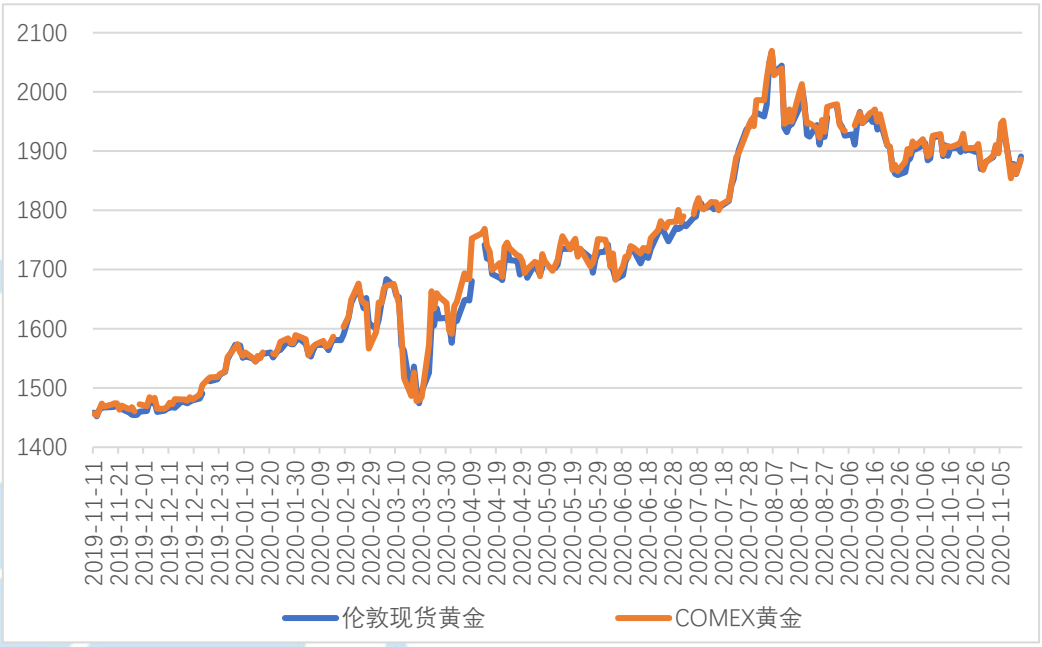
但从中期看，数据显示我国经济活动继续恢复，10 月 PMI 及进出口数据均印证经济保持着较好势头，将继续对市场提供构成强有力支撑。

综上所述压力下，市场短期或再度震荡。但国内经济基本面良好，经济复苏持续进行，中期依旧值得看好，因短期压力而出现的调整反而可视为中线布局机会。板块配置方面，建议关注经济复苏逻辑推动下的广义顺周期和大金融板块，以及可选消费（家电、汽车）等投资机会。操作上，注意规避估值泡沫明显的板块和个股；自下而上挖掘核心优质公司，关注震荡中的低位布局时机。

3.2 黄金市场分析：美大选基本落幕和疫苗取得突破性进展导致不确定性减少，金价下跌

本周金价先扬后抑，周五，伦敦现货黄金价格较上一交易日上涨 16.05 美元，或 0.86%，收报于 1890.9 美元/盎司，但全周累计下跌 2.57%；美国 COMEX 黄金期货结算价上涨 12.9 美元，或 0.69%，收报于 1886.2 美元/盎司，全周累计下跌 3.36%。

图 14：金价本周下跌（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

本周黄金价格先升后降，周一拜登胜选提振了黄金表现，伦敦金现一度升至 1965 美元/盎司，但疫苗取得突破性进展的消息发布后，经济未来面临的不确定性减少，提振了市场风险偏好，导致金价重挫逾百美元，同时全球风险资产大涨。根据美国媒体最新报道，目前全美所有州的选举人票归属基本已全部确定，美国民主党总统候选人拜登最终可能获得 306 张选举人票而胜选，特朗普仅获得 232 张选举人票。市场偏向于认为，拜登胜选将带来更大的财政刺激规模，美元贬值，将提高市场风险偏好，从而不利于黄金。此外，本周德国生物新技术公司和美国辉瑞制药有限公司发表联合声明表示，两家公司合作研发的一款候选新冠疫苗有效性超过 90%，这令全球风险资产狂欢，美债收益率创近八个月新高，市场不确定性进一步消除，导致金价大幅回落。

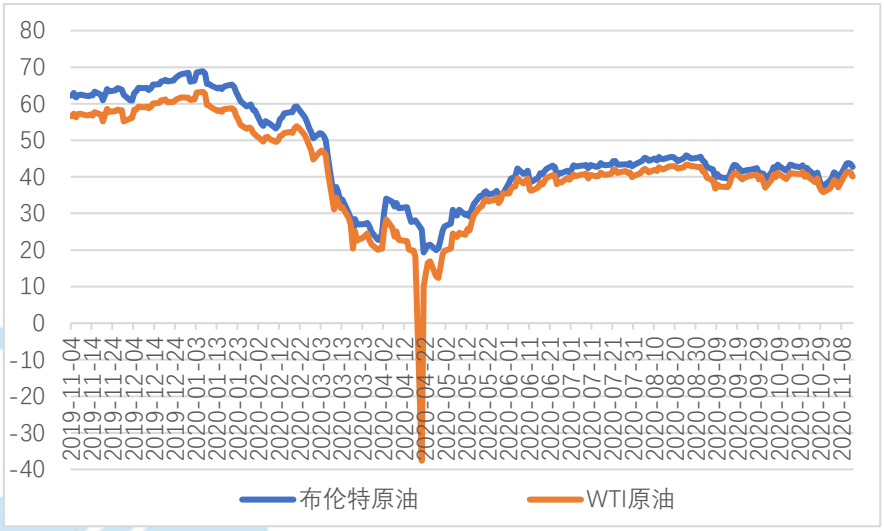
未来市场仍面临较多不确定性，金价将在 1900 美元/盎司附近震荡波动。随着欧美疫情强烈反弹，每日新增居高不下，经济有再次下滑的可能，市场认为美国经济需要新一轮经济刺激，但目前共和党在参议院掌控的席位达到 50 席，领先民主党 2 个席位，预计共和党仍将掌控参议院，在这种情况下，拜登推行更大规模刺激方案的难度不小。尽管辉瑞公司疫苗消息提振了市场表现，但疫苗上市前后仍有许多障碍需要清除，一是疫苗何时上市仍未确定，市场认为最早也要到明年初，这意味着它无法阻止当前疫情的第二波爆发；二是这款疫苗的运输条件要求很高，市场担心运输条件不足会导致疫苗效果下降。此外，市场普

遍认为疫苗上市后，疫情也不会很快消失，疫情完全过去以及经济恢复可能至少要等到 2022 年。基于此，预计未来几个月金价将继续在震荡区域内，美元走弱将进一步刺激金价上涨至 1900 美元上下，这一趋势会持续到明年。

3.3 原油市场分析：拜登胜选和疫苗取得突破性进展，刺激油价大涨超 8%

周五，国际基准布伦特原油期货合约结算价较上一交易日下跌 0.75 美元，或-1.72%，收报于每桶 42.78 美元，但全周累计大涨 8.44%；美国基准 WTI 原油期货合约结算价下跌 0.99 美元，或-2.41%，收报于每桶 40.13 美元，全周累计大涨 8.05%。

图 15：本周油价大涨超 8%（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

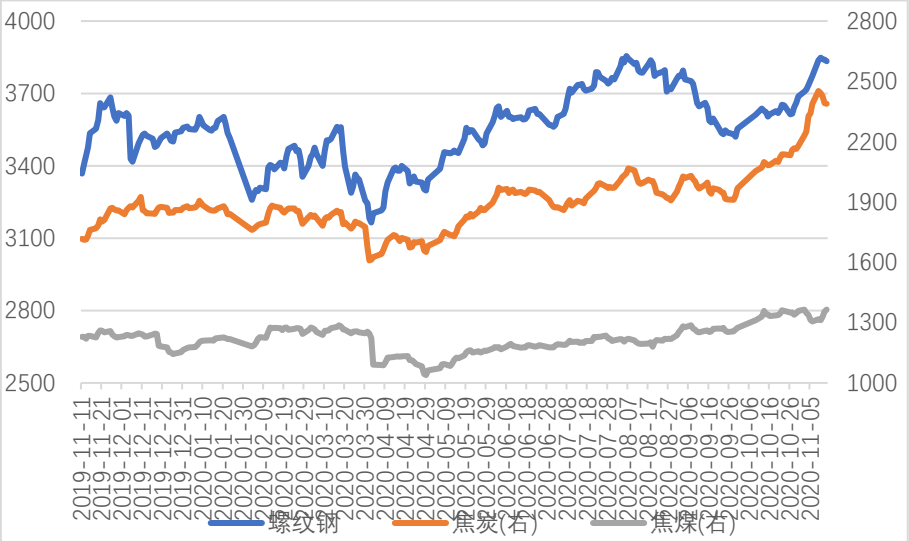
过去一周，布伦特和美国原油价格均创逾两个月新高，拜登胜选且辉瑞疫苗取得重大进展，刺激油价大涨，但全球疫情形势愈加严峻，同时疫苗的效应可能短期并不能推动需求复苏，油价并没有出现暴涨。尽管特朗普还没有认输，但事态发展已大大减少特朗普翻盘可能，市场普遍预测拜登最终将获得 306 张选举人票，特朗普将获得其余 232 张选举人票。拜登的胜选可能会带来更多经济刺激，此外拜登倡导全球多边主义和支持国际贸易政策将减少全球贸易摩擦，这将利好全球经济，同时拜登提出的新能源政策对美国原油产业不利，或将削减本国原油生产和供应，也提振了美国油价。另外，对原油市场大利好是本周美国辉瑞公司和德国生物新技术公司发表声明称，两家公司合作研发的一款候选新冠疫苗有效性超过 90%。如果辉瑞疫苗能在明年年初上市，对原油市场将是重大利好，有助于加快交通需求复苏，增加原油消费，尤其是欧美等地区。

拜登的当选整体对油价是利好，但疫情反弹及疫情发展仍不明确将限制油价涨幅，预计未来几个月（布伦特）油价将处于 40-50 美元/桶。市场认为新冠疫苗最早也要到明年上半年才能上市，在此期间疫情会如何发展，是保持平稳或下降，还是继续恶化，未来仍面临较大不确定性，极端情况是，疫情大范围传播、无法得以遏制，不排除油价再次出现暴跌的可能。不过，拜登胜选后，预期将推出更大规模的经济刺激计划，直到明年，美元贬值将有利于油价上涨，而且拜登政策的可预测性，也将减少市场不确定性，提高投资者的信心和偏好。预计短期内，油价将在 40-50 美元/桶区间内震荡，如果明年 OPEC+延长减产协议以及新冠疫苗推向市场后，油价或将涨至每桶 50 美元以上，接近疫情危机前的价格水平。

3.4 黑色产业链分析：受需求回升及去产能政策提振，黑色系价格继续上涨

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周同期每吨上涨 85 元，收报于 3833 元/吨，全周累计涨幅约 1.59%；焦炭价格每吨微涨 0.5 元，收报于 2389 元/吨，全周累计涨幅 0.02%；焦煤价格每吨上涨 58 元，收报于 1364 元/吨，全周累计上涨 4.44%。

图 16：本周黑色价格继续上涨（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

国内经济持续向好，以及预期冷冬来临前项目赶工需要继续拉动对黑色系产品的需求，黑色产品价格持续上涨，由于焦炭价格前期涨幅过高，本周涨幅有限。螺纹钢期货市场连续上涨后似乎到达阶段性高位，后半周螺纹钢价格已经有回落迹象，现货市场亦小幅回调，市场成交量继续低位运行，保持在每日 20 万吨左右。从实际运行数据看，本周钢厂受盈利恢复影响，螺纹钢供给维持高位，产量维持在 360 万吨，环比增长 4.9%；螺纹钢库存继续下降，降幅超过 100 万吨；表观消费量回升至 464 万吨，创年内次高，预计这一水平将为下半年螺纹钢消费高点，后期需求走弱概率较大，谨慎螺纹钢价格冲高回落。

双焦方面，各地焦化厂拟议第七轮提涨，但钢厂并未接受和执行，影响到焦炭涨幅。10 月以来，山西去产能超预期，同时下游需求又保持旺盛，导致焦炭现货资源紧张，焦炭期价前期大幅拉涨后近期震荡运行，属于正常的基差修复。随着钢材需求旺季渐渐过去，焦炭短期基差压力修复后，价格或转入高位震荡格局。近期上游原材料价格受经济复苏提振及各地去产能政策影响而持续上涨，焦煤也不例外，本周焦炭价格涨幅较多。接近年底，山西等各地安全监管政策趋严，加上海关进口政策维持收紧，将影响焦煤供应，同时焦煤需求总体维持高位，焦煤价格上涨或将持续。

3.5 人民币兑美元汇率分析：人民币兑美元汇率中间价上涨

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.6285，较上周上涨 0.01%。即期汇率报 6.6144，较上周上涨 0.11%。美元指数报 92.7279，本周涨 0.15%

本周一开始市场继续对新冠病毒疫苗的消息作进一步发酵。美国辉瑞制药公司表示研制的疫苗在第三期临床经验中显示对抗新冠病毒效果超过 90%。在金融市场投资氛围一片向好的推动下，在全市场上长短期国债收益率的大幅上升使得美元保持良好的走势，美元指数周初上涨。尽管辉瑞的新冠疫苗消息刺激市场情绪，但是全球新冠肺炎疫情的形势严峻，还是会引发投资者担忧经济复苏，这也是眼下市场偏谨慎的一个因素，随后美元指数下跌，近乎抹平上涨幅度。

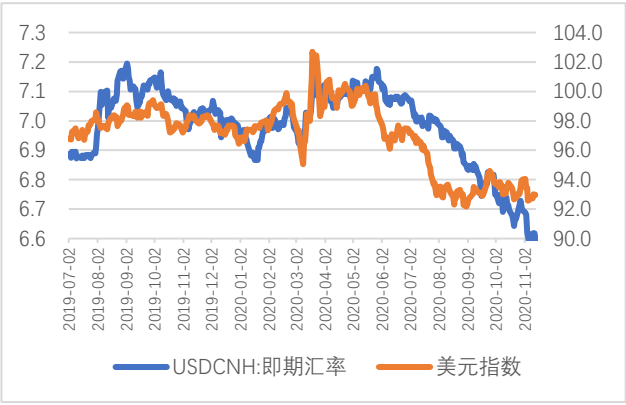
短期看，国内疫情防控与经济复苏态势良好，人民币资产长期配置价值凸显等方面显示，人民币汇率仍有支撑。但从内、外环境趋势看，人民币本轮升势已接近尾声，随后有望转向强势双向震荡格局。

图 17：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 18：美元指数小幅回调



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。