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　符旸
证券执业证书号：S0640514070001
电话：010-59562469
邮箱：fuyyjs@avicsec.com

金融市场分析周报：资金面持续紧张，债市表现坚挺，权益市场震荡下跌（2020.10.26-2020.10.30）

金融市场分析周报　　2020 年 11 月 2 日

摘要

- **工业企业利润：经济持续向好，工业企业利润继续修复，但受价格下降和成本上升的挤压，利润增速有所放缓。**工业企业利润增速环比回落的主因是工业品价格变动挤压盈利空间、部分费用上升以及行业和企业大幅计提资产减值损失对利润增长造成拖累以及电子等主要行业原材料成本上升等费用增加。尽管采矿业利润增速仍为负值，但制造业利润改善明显，利润增加的工业大类行业数量也有增加，其中汽车制造业利润连续两个月增长，这都有利于经济进一步恢复，预计未来工业利润将保持增长，增速或将继续回落。

- **PMI 数据：经济延续修复态势，制造业恢复保持稳定，非制造业加速回暖。**10 月制造业 PMI 环比小幅下降，非制造业 PMI 环比上升，实际数据表现超出市场预期，两个先行经济指标均位于荣枯线之上，表明中国经济延续修复和回暖态势。制造业生产指数跟随微幅回落，新订单指数持平，供需两端均在改善，但需求端似乎更具韧性。非制造业建筑业和服务业商务活动仍处于在较高景气水平，表明基建活动持续活跃，居民边际消费意愿增加，此前被疫情抑制的消费需求正加快释放，这有利于未来经济进一步修复。

- **资金面及央行公开市场操作：央行公开市场净投放 2400 亿元，本周资金面整体紧张，11 月资金面压力将出现边际缓解的趋势。**本受到本周税期走款加上跨月的双重冲击，资金面呈现整体紧张态势。11 月资金面压力将出现边际缓解的趋势；一方面地方政府债券发行完毕，债券供给压力大幅缓解，虽然国债发行量依然较大，但债券总供给仍较前几月大幅收窄，另一方面，现金回流、财政资金需加快支出、现金加速会留意等因素亦对银行间流动性形成支撑。资金面流动性宽松预期较强的背景下，公开市场操作或更为克制，资金利率下行空间较难打开。

- **利率债：货币政策从稳货币，宽信用转向稳货币、稳信用，但是基本面环境对债市略偏不利。**央行当前有意维持金融市场流动性略偏紧的局面，以维持货币供给相对稳定的状态，上周易纲行长在金融街论坛上的几段讲话可能意味着后续政策方向逐渐从宽信用转向稳信用，也就要求 M2 和社融增速与名义 GDP 增速相匹配，宏观杠杆率维持相对平稳。政策从稳货币，宽信用转向稳货币、稳信用，则一定程度上对长端利率债偏利好。然而债市面临的基本面环境仍略偏不利。当前经济基本面仍在持续改善当中，增长内生动力仍强。决定债市趋势性机会还不能轻言到来。短期内，投资者凭借交易盘仓位轻、经济数据披露完毕、供给高峰将过预期支持下，博弈预期差交易机会。

- **可转债：全周权益市场延续震荡趋势，转债各市场涨跌不一，监管再度优化制度抑制炒作，建议关注顺周期、制造业、成长科技、大金融、三季报强势品种。**本周权益市场延续震荡趋势，各市场涨跌不一。可转债各市场与对应权益市场趋势基本一致，全周炒作未止，周五盘后深交所再度发布新规则抑制炒作。权益市场短期表现疲软、延续震荡行情，建议投资者把握中期主线，重视个券性价比和正股基本面，业绩优秀、估值合理的品种仍是配置主线，关注顺周期、制造业、成长科技、大金融、三季报强势品种。

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：本周市场延续调整，交易量维持低位水平，投资者情绪谨慎，市场继续处于存量博弈格局。**海外疫情加重和外围股市大跌是 A 股近期持续调整的重要原因。展望后市，时间周期和技术面对多方有利；国内经济持续向好，以及十九届五中全会的政策红利，成为中期强有力支撑；下周美国大选投票结束（11 月 3 日），外围市场形势也有望更为明朗。综合而言，短期市场或延续震荡，但 A 股中期将因美国大选后形势更加明朗而逐步好转。当前或为 A 股的关键时间节点，短期回调提供了良好的中期布局机会，建议在震荡中增加布局，周期价值和成长并重；看好复苏主线下的周期价值和回调到位的优质科技股。
- **黄金：欧洲疫情严重恶化、美国大选临近等因素影响下美元升值，导致金价下跌。**金价此前在每盎司 1900 美元上下窄幅波动，近日有加剧深跌的迹象，主要与近期欧美新冠感染率迅速上升导致避险美元有所升值以及投资者对美国大选前美国国会两党达成新财政刺激计划已不再抱有希望有关。但应该看到，美国疫情本周连续创下疫情爆发来的新高，加上美国大选临近带来的不确定增多，市场寻求避险需求将增加，将在短期内刺激金价上涨。
- **原油：欧美疫情攀升加剧了对原油需求前景的担忧，利比亚产量预计上升，油价暴跌。**布伦特油价大多在每桶 39-45 美元之间窄幅震荡，本周跌破这一区间的主因是欧美疫情加速反弹，投资者担忧经济复苏放缓，未来原油需求将再次受到严重冲击。此外，利比亚原油产量未来数周内预计将增加至百万桶，也给油价造成拖累。当前油价仍处于历史低位水平，短期内油价进一步大幅下跌的可能性不大，OPEC+主要产油国仍有余地通过进一步联合减产来支撑油价。
- **黑色产业链：下游需求持续旺盛加上冷冬预期导致企业赶工期和补库存，黑色系价格继续上涨。**中国经济从疫情不利影响中继续修复，房地产业和基建业生产活动都连续保持在扩张区间，使得对螺纹钢的需求保持旺盛状态，同时冷冬预期下一些企业提前补库存和赶工也导致需求短期内增加，从而拉动黑色价格继续上涨。随着冬季淡季来临，螺纹钢需求仍有转弱预期，高库存进入冬储季的压力犹存，下周需求是下滑还是上行将成为价格方向的关键。焦炭基本面良好，需求持续性及去产能的执行情况将决定焦炭反弹高度。焦煤近日期现均稳中偏强运行，供需维持积极改善，预计近期价格调整后仍有向上驱动。
- **人民币汇率：本周受到美股下跌影响，美元指数走强，创一个月以来最大周涨幅，人民币兑美元汇率中间价下调。**本周美元指数走强，一方面源于其避险的属性。另一方面，欧洲出现新一波的疫情令欧元承压，被动地推升美元指数。展望美元未来的走势，在悲观的预期结束之前，美元指数还会走强。但从更长远的时间窗口来看，美联储或推出负利率，所以美元指数长期看跌。展望后期人民币走势，主要取决于中美货币投放力度和经济复苏程度。单就经济差异而言，中国先于美国的经济复苏。在货币投放层面，尽管 6 月份美联储的扩表规模一度暂缓，但 8 月份以后又继续步入扩张通道。人民币相对美元而言还有可能继续强势，但继续上涨的空间较为有限。

风险提示：货币政策超预期收紧

目录

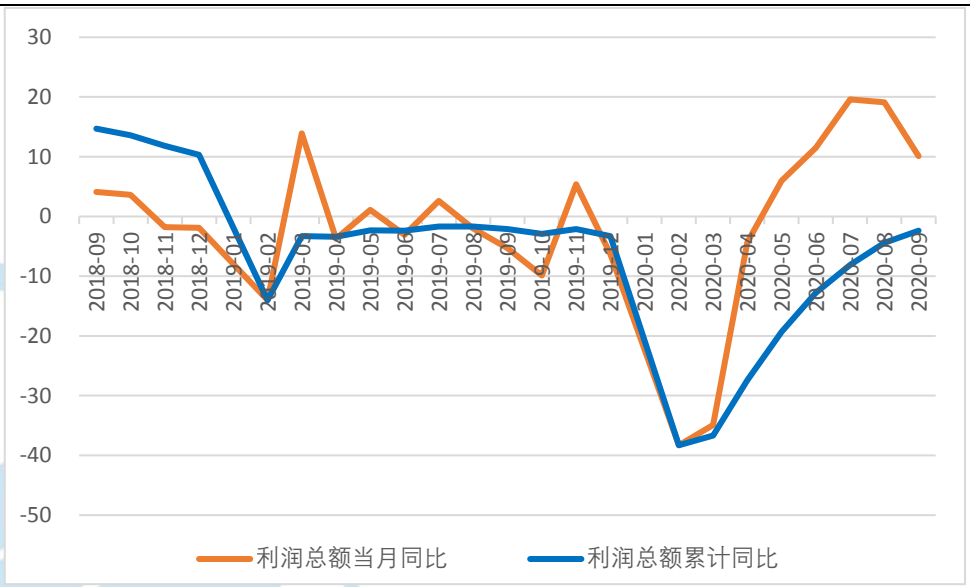
一、 本周重点经济数据分析.....4
1.1 工业企业利润数据.....4
1.2 PMI 数据.....6
1.3 每周要闻.....8
二、 固定收益市场分析.....8
2.1 资金面分析.....8
2.2 利率债走势分析.....10
2.3 存单与信用债分析.....11
2.4 可转债分析.....12
三、 主要资产价格分析.....13
3.1 权益市场分析.....13
3.2 黄金市场分析.....16
3.3 原油市场分析.....17
3.4 黑色产业链分析.....18
3.5 人民币兑美元汇率分析.....19

一、 本周重点经济数据分析

1.1 工业企业利润继续修复，但受价格下降和成本上升的挤压，利润增速有所放缓

国家统计局 10 月 27 日发布的数据显示，9 月规模以上工业企业利润同比增长 10.1%，连续四个月保持两位数增速，但增速较 8 月大幅下降 9 个百分点。1-9 月累计看，工业企业利润增速仍落于负值区间，同比下降 2.4%，降幅较前 8 月继续收窄 2 个百分点。利润同比增速回落的主因是：一是工业品价格变动挤压盈利空间，9 月工业品出厂价格和购进价格变动对利润增长的拉动作用明显比 8 月减弱；二是一些费用的上升以及部分行业和企业大幅计提资产减值损失对利润增长造成拖累；三是电子、汽车等主要行业受原材料成本上升、销售和研发等费用增加等因素影响，利润增速回落。

图 1：9 月工业企业利润继续修复，但增速放缓（%）

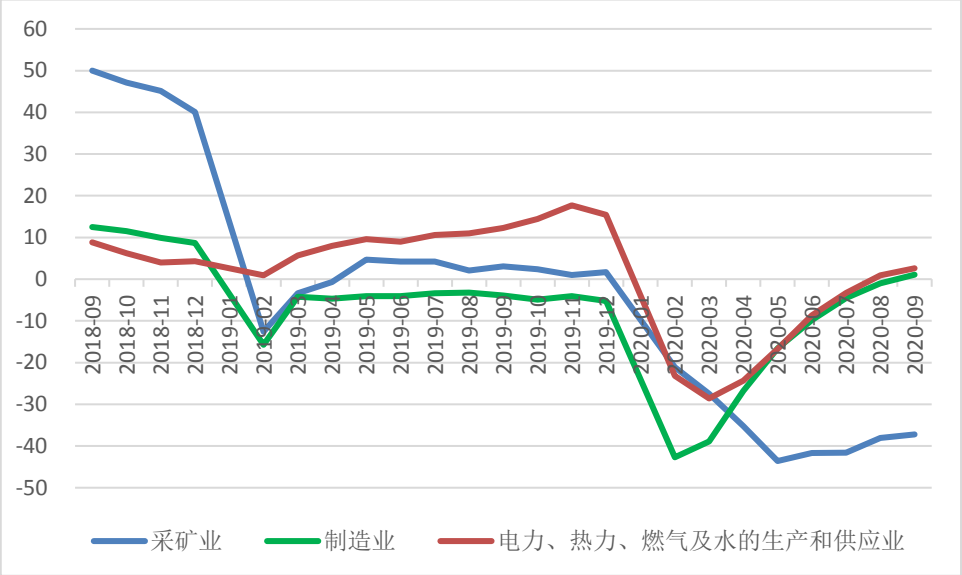


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

三大行业看，制造业利润改善最明显，但采矿业利润增速仍为负值。1-9 月，制造业利润累计同比增长 1.1%，增速较 1-8 月提高 2.1 个百分点，今年以来首次由负转正；电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润同比增长 2.6%，增速较 1-8 月提高 1.7 个百分点；采矿业利润累计同比仍为负增长，下降 37.2%，降幅较 1-8 月收窄 0.9 个百分点。

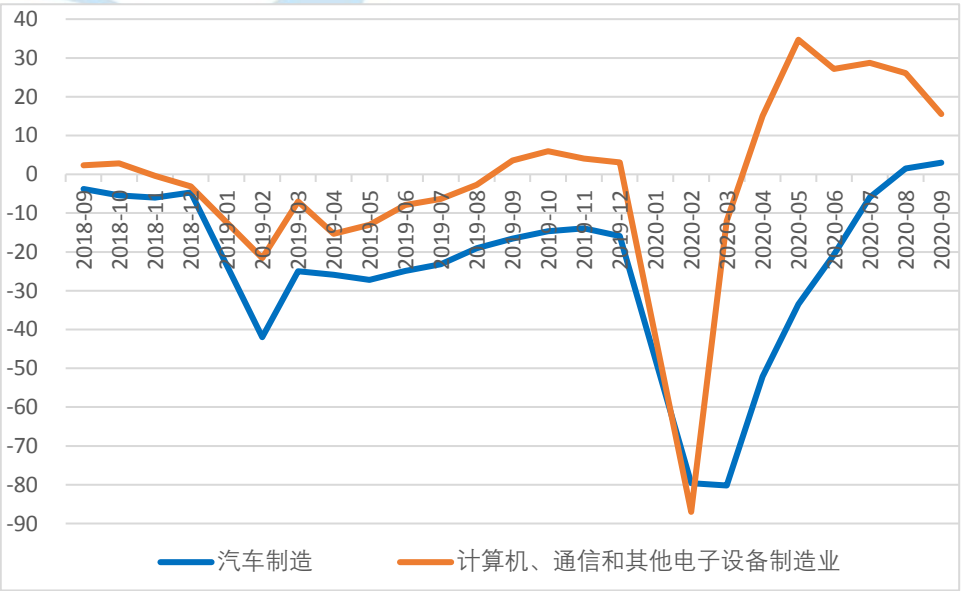
再从 41 个工业大类行业看，1-9 月，共有 21 个行业利润总额同比增加，较 1-8 月增加 5 个，其中汽车制造业利润受需求提振连续两个月增长，同比增长 3%，较 1-8 月提升 1.5 个百分点；计算机、通信和其他电子设备制造业利润同比增长 15.5%，增速较 1-8 月回落 10.6 个百分点。

图 2：三大行业利润均有改善，其中制造业改善最大（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

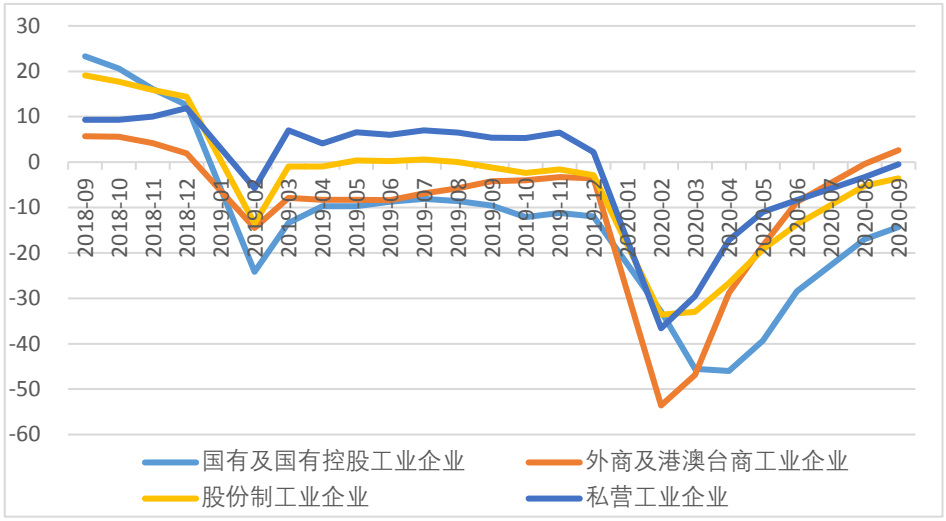
图 3：汽车制造业累计利润增速连续两个月正增长，计算机业增速回落（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

从企业类型看，外资企业利润改善最明显，且率先由负转正。1-9 月，外商及港澳台商企业利润累计同比增长 2.6%，较 1-8 月提升 3 个百分点，并率先实现由负转正；私营企业利润同比下降 0.5%，收窄 2.8 百分点；国企利润同比下降 14.3%，收窄 2.7 个百分点；股份制企业利润同比下降 3.6%，收窄 1.6 个百分点。

图 4：外资企业利润改善幅度最大，其他类型企业利润也均有改善（%）

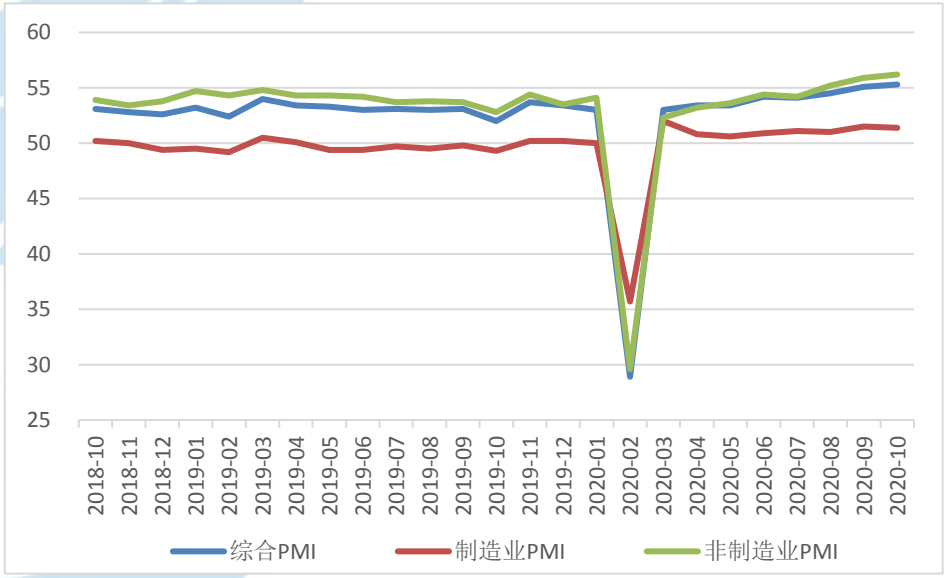


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.2 经济延续修复态势，制造业恢复保持稳定，非制造业加速回暖

国家统计局 10 月 31 日公布的数据显示，10 月制造业采购经理指数（PMI）为 51.4，较 9 月小幅下降 0.1 个百分点；非制造业 PMI 为 56.2，较 9 月上升 0.3 个百分点，两个先行经济指标均位于荣枯线之上，表明中国经济延续修复，保持继续回暖态势。非制造业和非制造业 PMI 一降一升，但非制造业升幅大于制造业，拉动综合 PMI 提升 0.2 个百分点至 55.3。

图 5：10 月制造业 PMI 小幅下降但非制造业 PMI 上升，经济延续修复态势（%）



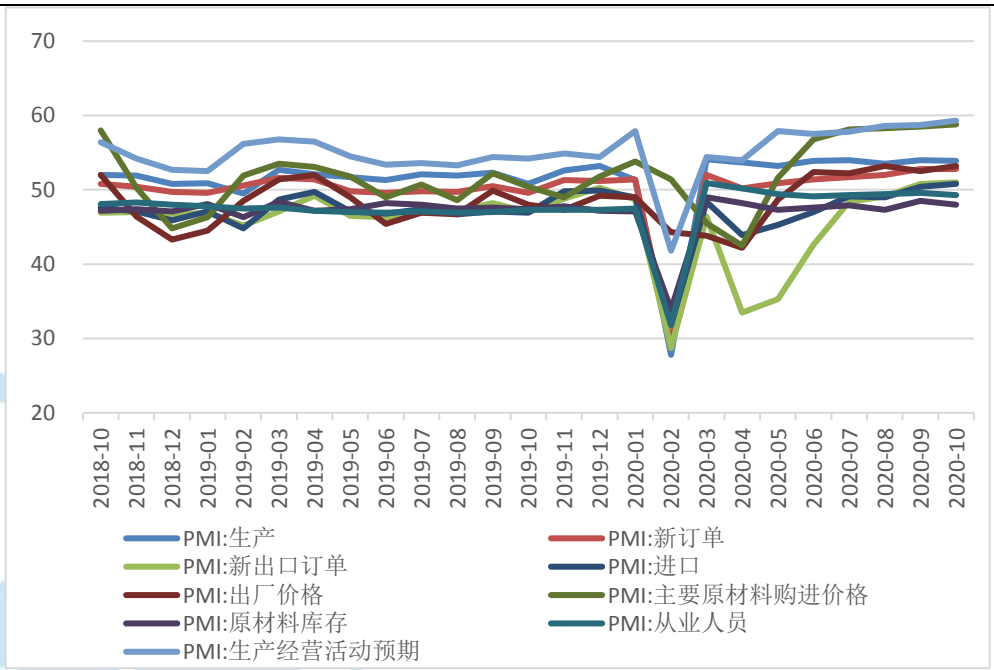
资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

从制造业各分项指数看，供需两端均在改善，但需求端改善保持了更强的稳定性。10 月生产指数为 53.9，较 9 月小幅回落 0.1 个百分点，表明生产供给持续改善，但改善幅度有所下降；新订单指数为 52.8，与 9 月持平，表明国内需求稳步回升。供需两端均在改善，但需求端改善保持了更强的稳定性，进一步拉小了与生产端的差距。需求的持续回暖，同时带动主要原材料购进价格指数和出厂价格指数两个价格指数双双回升至 58.8 和 53.2，分别较 9 月上升 0.3 个和 0.7 个百分点。

进出口方面，出口继续改善。10 月新出口订单指数和进口指数在 9 月年内首次回到扩张区间后，继续提升 0.2 个、0.4 个百分点至 51 和 50.8，表明随着世界主要经济体制造业的恢复及经济的反弹，中国进出口进一步回暖，但值得注意的是近期欧美疫情的加重反弹或将对中国进出口产生一定影响。

制造业就业状况仍不乐观。10 月就业指数仅为 49.3，较 9 月下降 0.3 个百分点，产品市场的回暖尚未传递到劳动这个重要的要素市场上。但随着经济恢复，企业对发展前景的信心正在加强，生产经营活动预期指数较 9 月抬升 0.6 个百分点至 59.3，创年内新高。

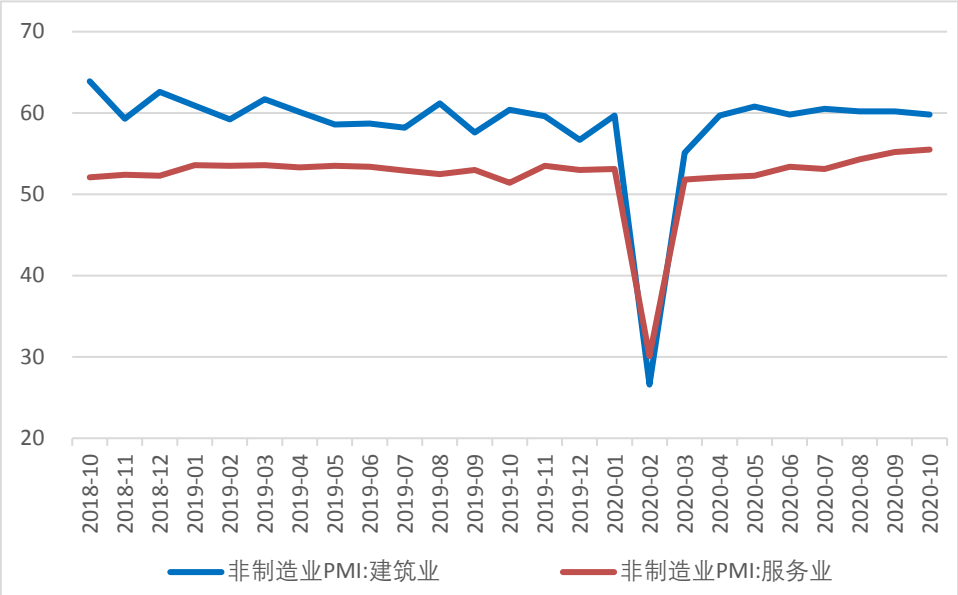
图 6：供需继续改善，需求改善较稳定（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

非制造业方面，10 月建筑业商务活动指数回落 0.4 个百分点至 59.8，但仍保持在较高景气水平区间，表明在国家政策大力推动和财政支持下，基础设施建设生产活动持续活跃；服务业商务活动指数为 55.5，较 9 月上升 0.3 个百分点，表明在国庆、中秋双节带动下，居民出行意愿增强，此前疲软的消费需求正加快释放，拉动服务业从疫情中加速回暖。

图 7：10 月基建活动活跃，服务业在双节带动下加速回暖（%）



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、党的十九届五中全会在京举行

中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议，于 2020 年 10 月 26 日至 29 日在北京举行。五中全会是历届中央政府审议制定国民经济和社会发展五年规划建议的会议，具有重要意义。从历史来看，通常五中全会结束后几天内会公布《建议》全文，并在次年两会期间审议发布五年规划全文。从本次会议公报的全文来看，十四五时期经济社会发展目标更加强调“高质量”，淡化了经济增长的数字目标，强调经济、改革、文明、生态、民生、国家治理六大目标，丰富和补充了以经济建设为中心的概念。

2、刘鹤主持召开国务院金融稳定发展委员会专题会议

10 月 31 日，国务院金融稳定发展委员会（以下简称金融委）召开专题会议，传达学习党的十九届五中全会精神，研究部署金融系统贯彻落实工作。会议由中共中央政治局委员、国务院副总理、金融委主任刘鹤主持，金融委有关成员单位负责同志参加会议。会议强调，增强资本市场枢纽功能，全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重等。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：本周资金面整体紧张，11 月资金面压力预计有所缓解，资金面流动性宽松预期较强的背景下，公开市场操作或更为克制，资金利率下行空间较难打开。

1）央行的公开市场操作：央行公开市场净投放 2400 亿元

央行公开市场开展 1000 亿元 7 天期逆回购操作，今日 700 亿元逆回购到期，单日净投放 300 亿元。本周央行公开市场有 3200 亿元逆回购到期，本周央行累计进行了 5100 亿元逆回购和 500 亿元国库现金定存操作，因此本周央行公开市场宽口径净投放 2400 亿元。下周央行公开市场有 5100 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 500 亿元、1000 亿元、1200 亿元、1400 亿元、1000 亿元；此外下周四（11 月 5 日）还有 4000 亿元 MLF 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	-500	-700	-800	-500	-700

7 天	500	1000	1200	1400	1000
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	500	0	0	0	0
净投放	500	300	400	900	300

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：本周资金面整体紧张

本周，受到缴税与跨季因素影响，资金面整体紧张。十月是历来的缴税大月，且本月的缴税截止日为 23 日，因此受到本周税期走款加上跨月的双重冲击，资金面呈现整体紧张态势。资金价格方面，本周隔夜、7 天利率明显上行。周度均值来看，SHIBOR 隔夜上行 18bp，SHIBOR7 天上行 12bp。周五（10 月 30 日），R007 和 DR007 利差扩大至 78bp，R001 和 DR001 利差扩大至 62bp，均为 2019 年初以来最高。

表 2：本周货币市场利率（%）

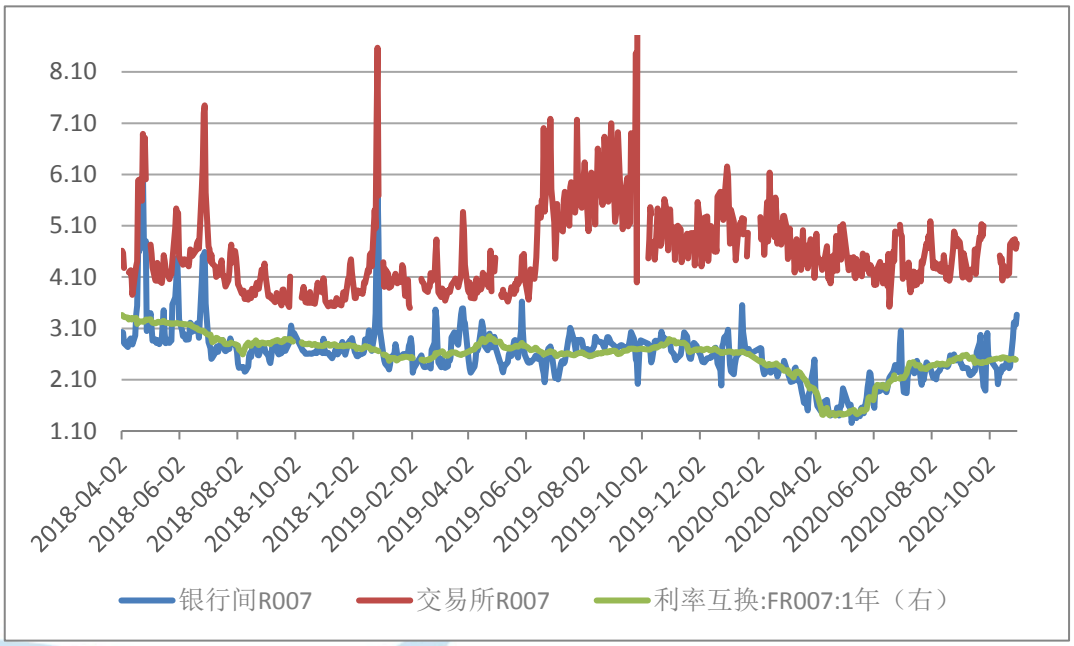
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	2.3358	2.6776	2.6492	2.2278	2.9179
	R007	2.9084	3.2181	3.2090	3.1760	3.3693
	R014	2.8571	3.1067	3.1253	3.1026	3.2141
	R021	2.6261	2.5717	2.3865	2.7185	2.7154
	R1M	3.0442	3.2109	2.9433	2.9219	3.1308
上交所协议回购	206001	3.8190	4.3670	4.5900	4.2650	4.2651
	206007	4.8220	4.6940	4.8370	4.6530	4.7610
	206014	4.7310	5.2010	5.2640	5.6190	5.3650
	206021	5.1490	5.5890	5.5360	6.1880	5.5520
	206030	5.9030	6.0110	5.6230	6.0000	6.0240
利率互换定盘：1Y	FR007	2.5053	2.5143	2.4863	2.4922	2.4923

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：11 月资金面压力预计将边际缓解，资金面流动性宽松预期较强的背景下，公开市场操作或更为克制，资金利率下行空间较难打开

11 月资金面压力预计将边际缓解。一方面地方政府债券发行完毕，债券供给压力大幅缓解，虽然国债发行量依然较大，但债券总供给仍较前几月大幅收窄，另一方面，现金回流、财政资金需加快支出、现金加速会留意等因素亦对银行间流动性形成支撑；综合来看 11 月利多资金面因素较多，但同时也无需对资金面流动性过于乐观，首先，现金回流对流动性贡献有限，受基建项目需求较少、财政预算支出节奏一般较为稳定影响，4 季度财政存款减少幅度、财政支出节奏不会太快，财政存款对流动性的贡献亦有限；最后当前国内货币政策基调回归正常化，从央行角度出发，保持货币市场资金利率紧平衡可提高银行及金融体系对货币操作的敏感度，有助于央行更好的发挥货币政策的调控作用， 因此在资金面流动性宽松预期较强的背景下，公开市场操作或更为克制，资金利率下行空间较难打开。

图 8：本周资金面整体紧张（%）



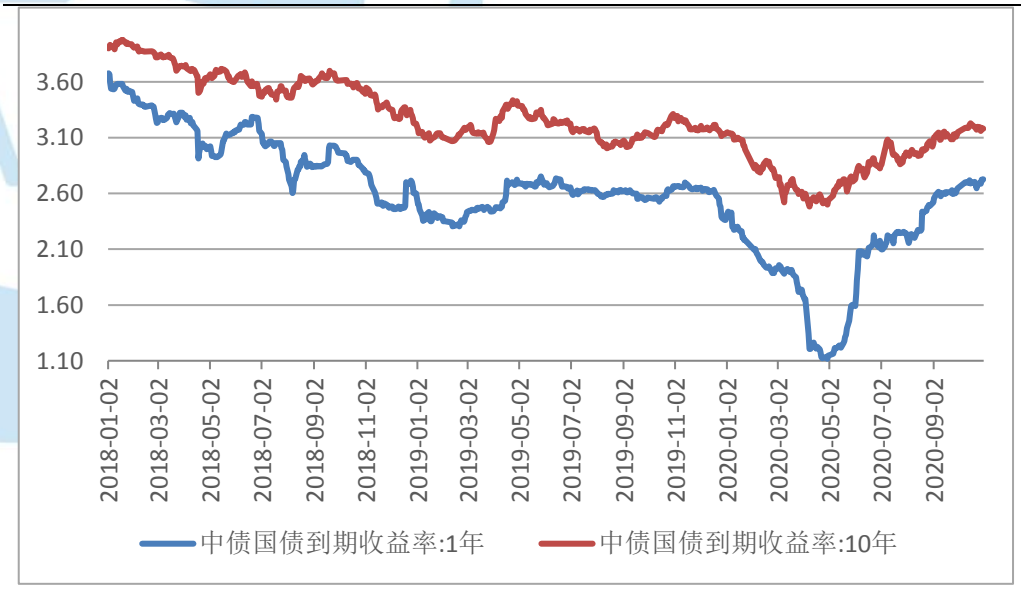
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析：本周资金面紧张，长端利率震荡下行，当前基本面环境对债市仍偏不利

1）利率债走势复盘：税期结束但资金面仍紧张，债市表现相对坚挺

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 TF2009 价格为 99.8350，较上周下降 0.02%。10 年期国债期货主力合约 T2009 价格 98.0850，较上周上涨 0.12%。2 年期国债期货主力合约 TS2009 价格为 100.2550，较上周下降 0.03%。

图 9：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

本周资金面持续紧张，10 月是缴税大月，但大部分时候随着税期的结束，以及财政存款投放往往带来资金面重回宽松，然而本月最后一个交易日成为本月资金最紧张的一天，各期限资金价格飙升至年内高点。从债市表现来看，债市并没有受到资金面的影响，表现异常坚挺，仅在周三财政部公布下周国债发行计划，国债发行再度放量之后，长债收益率明显上行。近期债市情绪有所恢复，在消息面相对平静，但资金异常紧张的状况下，多头热情依然较高，周中一度传言央行窗口指导大行存单利率，但是随后又被辟谣，但是仍没有影响到多头的情绪。全周，10 年国债活跃券 200006 下行 1.75BP 至 3.1750%，10 年国开活跃券 200201 下行 2.5bp 至 3.72%。

2）利率债展望：货币政策从稳货币，宽信用转向稳货币、稳信用，但是基本面环境对债市略偏不利

货币政策预计仍将保持中性，但是宽信用预计逐步转为稳信用，以维持宏观杠杆率稳定。从本周税期及跨月资金面来看，央行当前有意维持金融市场流动性略偏紧的局面，以维持货币供给相对稳定的状态，从今年 5 月开始，资金面波动率已经明显上升，市场对于这种状态已经有比较充分的预期。之所以当前债市情绪有所好转，主要原因在于上周易纲行长在金融街论坛上的提到的“货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，使之在长期维持在一个合理的轨道上”，“保持货币供应与潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”这几段讲话可能意味着后续逐渐从宽信用转向稳信用，也就要求 M2 和社融增速与名义 GDP 增速相匹配，宏观杠杆率维持相对平稳。政策从稳货币，宽信用转向稳货币、稳信用，则一定程度上对长端利率债偏利好。

然而债市面临的基本面环境仍略偏不利。从本周发布的经济数据来看，经济基本面仍在持续改善当中。本周两项重要的经济数据分别是 9 月的工业企业利润数据和 10 月的官方制造业 PMI，如前文所述，这两项数据均指向企业主动补库存，补库存需求将带动经济复苏势头延续，增长内生动力仍强。决定债市趋势性机会还不能轻言到来。短期内，投资者凭借交易盘仓位轻、经济数据披露完毕、供给高峰将过预期支持下，博弈预期差交易机会。

2.3 存单与信用债分析：信用债各等级及各期限收益率涨跌不一

1）一级市场发行：一级存单发行利率仍居高不下，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 6,930.30 亿元，较上周发行量上涨 6.55%。本周存单到期量为 4,418.80 亿元，较上周到期量下降 37.88%。

各期限存单收益率均上涨，1M 存单收益率较上周上涨 29.49bp，3M 期存单收益率较上周上涨 11.98p，6M 期存单收益率较上周上涨 3.29bp，9M 期存单收益率较上周上涨 3.02bp。

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 3,851.36 亿元，较上周环比下降 25.93%。

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涨跌不一

信用债二级市场方面，信用债各等级及各期限收益率涨跌不一，AAA 级 1 年期、AAA 级 3 年期、AAA 级 5 年期较上周分别上涨 7.97bp、上涨 0.79bp、上涨 0.97bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别上涨 5.96bp、下降 1.21p、下降 0.02bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别上涨 3.96bp、下降 2.21bp、下降 1.78bp。

表 3：信用债各期限收益率水平（%）

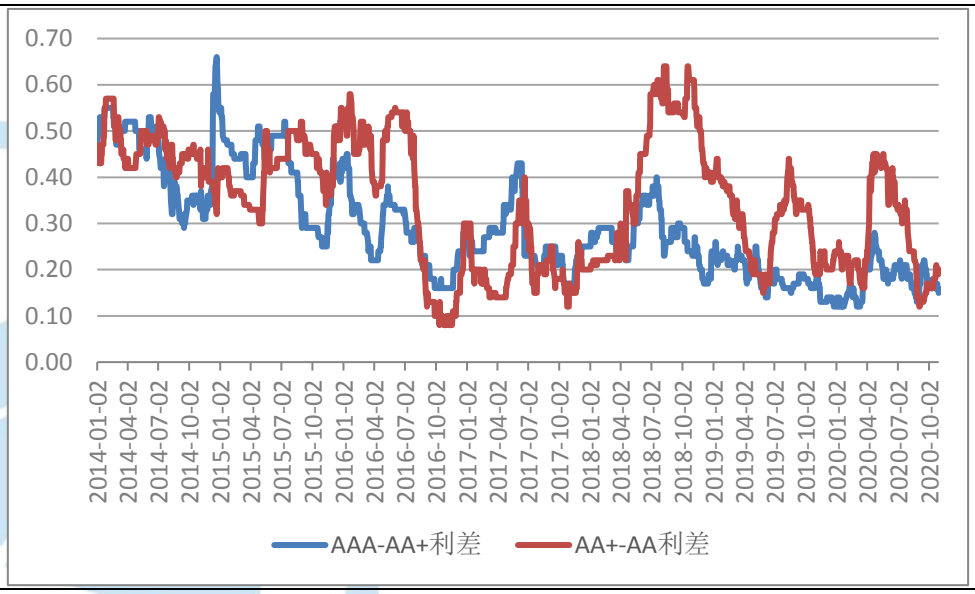
信用债种类	当前利率（%）	2013 年以来分位数（%）	较上周变动（BP）
信用债(AAA)：1 年	3.245	34.20%	7.97

信用债(AAA):3年	3.6602	30.80%	0.79
信用债(AAA):5年	3.983	34.00%	0.97
信用债(AA+):1年	3.385	29.20%	5.96
信用债(AA+):3年	3.810	28.60%	-1.21
信用债(AA+):5年	4.173	28.00%	-0.02
信用债(AA):1年	3.505	22.40%	3.96
信用债(AA):3年	4.010	21.80%	-2.21
信用债(AA):5年	4.533	23.80%	-1.78

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，各评级信用利差均收窄，AAA与AA+信用利差较前周收窄2bp至15bp，AA+和AA之间的利差较前周收窄1bp至20bp。

图 10：各评级信用利差均收窄（%）



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：全周权益市场延续震荡趋势，转债各市场涨跌不一，监管再度优化制度抑制炒作，建议关注顺周期、制造业、成长科技、大金融、三季报强势品种

1）可转债的走势复盘：权益市场延续震荡趋势，转债各市场与对应权益市场趋势基本一致，深交所发布新规则抑制炒作

本周权益市场延续震荡趋势，各市场涨跌不一，上证指数本周收于3224.53下跌1.63%，深证成指本周上涨0.82%，创业板指本周上涨2.12%，中小板指本周上涨1.71%。可转债各市场与对应权益市场趋势基本一致，本周上证转债下跌0.56%至324.93，深证转债上涨0.31%至264.09，中证转债下跌0.28%至365.84，其中，通光转债、蓝盾转债、福莱转债、晶瑞转债、蓝晓转债等领涨，正元转债、智能转债、奇正转债、钧达转债、中环转债等领跌。本周转债市场炒作未止，涨幅居前的通光转债、蓝盾转债投机炒作动机明显，而上周大涨的正元转债、智能转债由于投机资金撤离跌幅居前。一级方面，本周同和转债、隆利转债、荣泰转债三只新券发行，奇正转债、东缆转债上市。

从近五年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，本周转股溢价率及隐含波动率延续上周趋势继续爬升，市场整体情绪依然火爆，“高换手”、“高波动”、“走势和正股大幅背离”这类异常交易个券

的炒作仍未平息。周五收盘后，深交所发布了《关于完善可转换公司债券盘中临时停牌制度的通知》，对于盘中成交价较前收盘价首次上涨或下跌达到或超过 30%的临时停牌至 14:57，这条规则修改后与上交所规则保持了一致，锁住了流动性，将对投机资金有明显的抑制作用。

图 11：近五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：权益市场短期表现疲软、延续震荡行情，建议重视个券性价比和正股基本面，关注顺周期、制造业、成长科技、大金融、三季报强势品种

权益市场短期表现疲软，板块间缺乏明确热点，负面扰动频频。当前股市风平浪不静。股市在美国大选前还难以打破震荡格局，但宏观环境仍不差，11 月（美国大选+IPO 供给过大）到明年春节躁动或存在阶段性行情，明年的核心关注点是新股解禁引发的供求压力。截至 2020 年 10 月 30 日，A 股上市公司中报披露率为 99.50%，各板块业绩均持续改善，主板修复逐渐占优。技术面来看，短期或仍在 3200-3400 内震荡。转债市场备受权益市场拖累并成为热钱的出口，部分个券的爆炒再次上演且比年初更猛，市场估值被整体拉高，市场的性价比有所减弱。转债供给高峰暂时结束、股市延续震荡逻辑，但爆炒行情的突然出现打乱了原有的市场节奏。本轮爆炒的原因在于，股市缺少赚钱效应导致资金“转场”，转债 T+0 交易制度则是放大器。而实际上转债市场的赚钱效应并未因此变好，反而使得投资者择券空间因此缩小、操作难度再次增大。

短期市场有点乏味，虽分化正在上演，但机会并不明显。建议投资者把握中期主线，削减持仓标的，仍以正股为核心。这一轮企业盈利的修复虽有波折但在宏观杠杆率持续超预期的背景下更具持续性，盈利修复的弹性值得重视。建议重视个券性价比和正股基本面，结合正股盈利的弹性与转债的估值水平，优选高弹性低估值标的，回避估值过高的品种。以下方向值得关注：（1）顺周期低估值板块；（2）制造业板块（“十四五”主题催化下的制造业龙头）；（3）成长科技板块（甄别与估值相匹配的真成长标的）；（4）存在错杀可能的大金融；（5）关注三季报强势品种。此外，关注即将上市的优质新券并关注持仓品种的赎回进度，勿因忘记赎回造成损失。

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：关键时间节点到来，短期调整或提供良好的中期布局机会

1） 权益市场走势复盘——上证综指延续调整 量能维持低位 市场情绪依旧谨慎

本周市场整体延续调整，周中有所反弹，但周五再现放量下跌。上证综指最终报收于 3224 点，周内下跌 1.63%；同期深圳成指小幅反弹 0.82%，创业板指反弹 2.12%。两市合计成交 3.65 万亿元，环比略有增加（约 5%）。整体交易量能维持在低位水平，投资者情绪较淡，市场依旧处于存量博弈格局。

盘面上，行情分化延续：新能源汽车活跃，生物医药、半导体等前期跌幅较大的板块反弹明显，但权重股如券商、保险、地产等板块连续回调，压制了指数表现。个股分化继续加大：一方面三季报业绩超预期的品种股价强势上涨，对业绩利好反应迅速；另一方面，业绩低于预期的个股也大幅下跌。业绩好坏和估值水平高低对个股表现的直接影响越来越明显。整体上，近期投资难度较大。

图 12：上证综指延续调整 逼近箱体下沿及半年线支撑

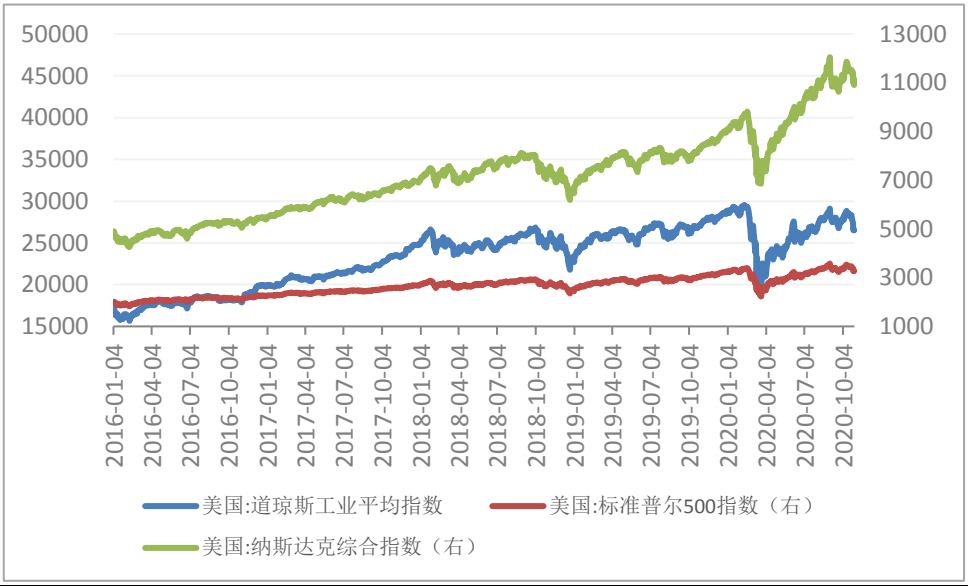


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

美股三大股指本周均下降，道指本周较上周下降 6.47%，报 26501.6000 点，标普 500 指数报 3269.9600 点，本周下降 5.64%。纳斯达克综合指数报 10911.5900 点，本周周跌 5.51%。从本周总体表现来看，道琼斯指数和标准普尔 500 指数分别下跌 6.47%和 5.64%，创下 3 月以来的最大周亏损。纳斯达克在此期间亏损超过 5%，也出现了自 3 月以来最糟糕的一周表现。

受到一周以来美国新冠肺炎疫情恶化、财政刺激谈判破裂等一系列利空消息影响，美国股市创下今年 3 月以来最差的一周。尽管大规模政策刺激、积极的医疗进展及经济恢复的高度期待为美股提供了推动力，但新冠病毒感染再次加速可能会导致新的经济限制越来越多，引发了投资者焦虑，导致股市下跌。此外，由于国会参议院将休会至 11 月 9 日，使得在下周二美国总统选举前达成新的财政刺激计划显得几乎没有可能性。但美股投资者此前预判民主共和两党将在选举前达成一致，因此也引发了市场波动。最后，由于下周美国将会举行总统选举，投资者也担心选举结果将会对其投资产生影响，因此一部分投资者选择在本周进行抛售。美联储下一步货币政策引人关注。

图 13：美股三大股指均下跌



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2） 权益市场展望——关键时间节点到来 短期调整或提供良好的中期布局机会

海外疫情加重和外围股市大跌是 A 股持续调整的重要原因。疫情方面，近期美洲每日新增病例持续抬升，已经超过第二波疫情高峰，创历史纪录；欧洲疫情也持续爆发，西班牙、法国、英国等多个国家新增病例创历史新高，这种情况下法国、德国、英国均不得不加强封锁措施。封锁措施冲击投资者对经济的乐观预期，导致全球资本市场大幅调整。法国 CAC40 指数、英国富时指数和德国 DAX 指数周内分别下跌达 6.42%、4.83%、8.61%；美股也未能幸免，道指和纳斯达克分别下跌 6.47%和 5.51%，创出疫情以来最大周跌幅。相较于海外市场的普遍大跌，A 股本周显现出相当的韧性。

展望后市，布局 A 股的关键时间节点或正在到来。首先，时间周期和技术面对多方有利。回顾自 7 月中旬高点以来，市场持续在 3200-3450 点区域做大箱体震荡，目前已整理近四个月。当前上证综指再度逼近箱体低点，有望获得箱体下沿在 3200 点附近的重要支撑，同时半年线也有望在 3185 点附近形成强支撑。第二且更重要的是，国内经济持续向好，以及十九届五中全会的政策红利。最新经济数据表明，10 月份制造业 PMI 为 51.4%，虽较上月回落 0.1 个百分点，但自 3 月份以来始终处于临界点以上，表明制造业持续回暖，国内经济继续向好。第三，下周美国大选投票结束（11 月 3 日），外围市场形势有望更为明朗。短期而言，尚需等待美国大选形势明朗。由于扑朔迷离的选情，在大选结果未明确，市场短期还将受到压制。参照历史情况，在大选出现焦灼的情况下，往往市场会显现出风险回避的特征。如 2000 年美国大选，选情争议导致标普 500 指数持续下跌达 7%。大选明朗之后，美股市场有望获得重释。

同时，五中全会奠定了长期投资信心，指明了未来投资方向。根据全会公报，“当前和今后一个时期，我国发展仍然处于重要战略机遇期”，凸显出党中央实现发展的底气和对未来的信心。未来我们要保持战略定力，办好自己的事，加快构建新发展格局。在“机遇和挑战都有新的发展变化”情况下，公报强调“百年未有之大变局”，同时指出“新一轮科技革命和产业变革深入发展”，应对挑战和机遇。全会提出，坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑。这意味着，核心科技将是权益市场的长期机会，真正具备核心技术、强大竞争力的硬核科技公司，将是最佳长期投资机会。

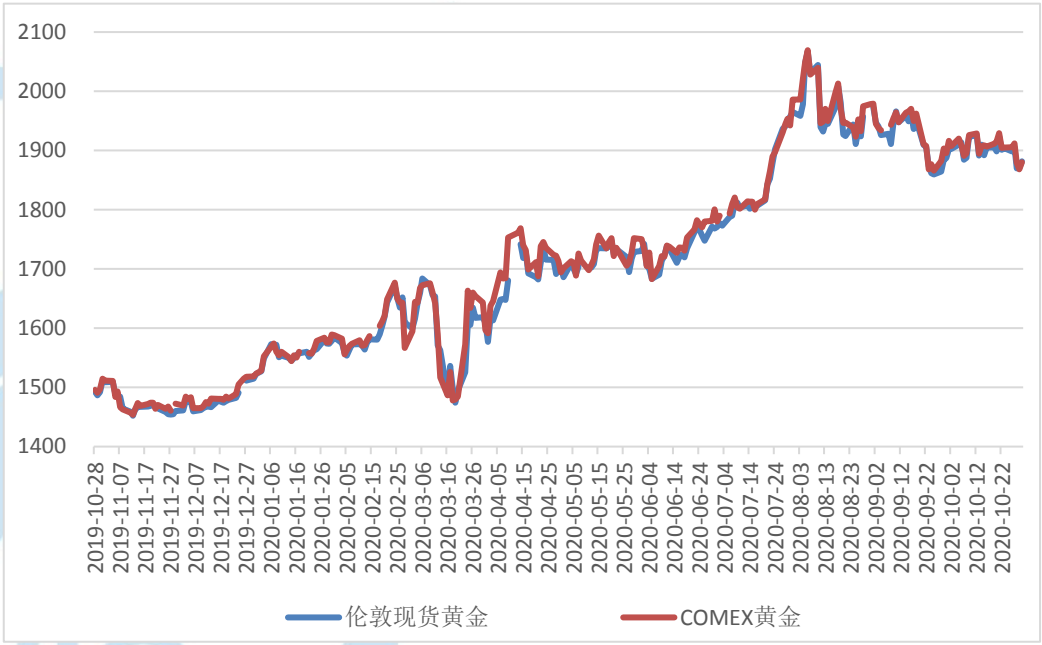
综上，在美国大选结果明朗前，短期市场或延续震荡，而大选后 A 股将因形势更加明朗而逐步好转。当前或为布局 A 股的关键时间节点。投资上，目前的短期回调提供了良好的中期布局机会，建议在震荡中增加布局，周期价值和成长并重。

持续重点关注两大主线：一是经济持续复苏+估值提升的绩优价值主线，以低估值的金融、周期、可选消费等行业龙头为主；二是核心科技成长主线，重点关注回调到位的 5G、金融科技、人工智能、半导体等行业龙头公司。

3.2 黄金市场分析：欧洲疫情严重恶化、美国大选临近等因素影响下美元升值，导致金价下跌

周五，伦敦现货黄金价格较上一交易日上涨 11.55 美元，或 0.62%，收报于 1881.85 美元/盎司，但全周累计下跌 1,15%；美国 COMEX 黄金期货结算价上涨 11.9 美元，或 0.64%，收报于 1879.9 美元/盎司，全周累计下跌 1.33%。整个 10 月，金价处于持续震荡行情，基本在每盎司 1870-1930 美元之间波动。

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

本周金价呈现出加速下跌的趋势，主要与以下因素有关：一是美元出现升值，欧洲新冠感染率迅速上升，迫使法国和德国下令本国重新进入封锁状态，投资者担心经济再次受到重创，同时数据显示，美国第三季经济以前所未有的速度增长，最近一周初请失业金人数降幅大于预期，这使得美元升值，美元指数上升至 94 以上的一周高点；二是随着美国大选临近，美国国会两党此前一直谈判的新财政刺激计划不可能达成，表明政府对经济刺激也不可能有太大动作，投资者对此已不再抱有希望，而是更多地关注美国大选的实质影响。

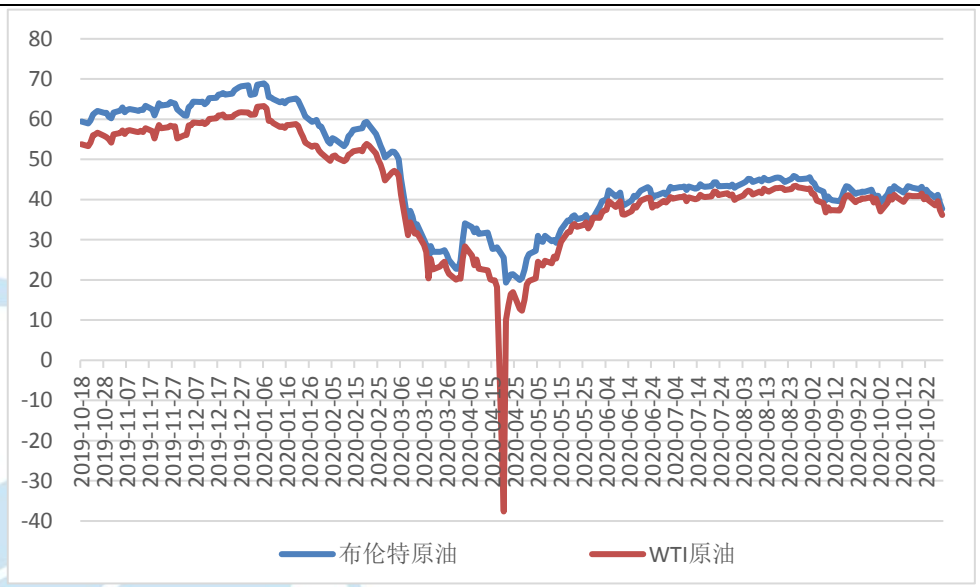
美国疫情也出现恶化以及美国大选带来的不确定性将在短期内刺激金价上涨。美国疫情新增病例数在下半周连续创下疫情爆发以来的最高纪录，说明美国疫情正在再次恶化，预计将对经济恢复造成严重拖累，放缓经济恢复的步伐。下周二是美国的大选日，尽管民主党候选人拜登的民调支持率大幅领先现任总统特朗普，但多数机构认为大选结果仍存在不确定性，特朗普并不是完全没有胜选连任的可能，同时本次大选

因为更多的人选择邮寄投票，投票结果可能延后几周才能统计出来，也带来更多的不确定性。这些都将会增加投资者的避险情绪，导致短期内投资者买入更多的避险黄金，从而拉动金价上涨。

3.3 原油市场分析：欧美疫情攀升加剧了对原油需求前景的担忧，同时利比亚产量连续上升，油价暴跌

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 0.19 美元，或-0.5%，收报于每桶 37.46 美元，全周累计暴跌 10.32%，并创下五个月以来的低点；美国基准 WTI 原油期货合约结算价下跌 0.38 美元，或-1.1%，收报于每桶 35.79 美元，全周累计暴跌 10.19%，跌至六月以来的最低水平。整个 10 月，布伦特油价累计下跌 8.5%，美国 WTI 油价累计下跌 11%。

图 15：油价本周出现暴跌（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

7 月以来，布伦特油价绝大多数时间在每桶 39-45 美元之间窄幅震荡，处于一个相对稳定的时期，但是本周油价却出现大幅下跌，主要是欧美疫情的加速反弹及一些国家为遏制疫情传播而采取的封锁措施，导致投资者担忧经济复苏放缓，未来原油需求将再次受到严重冲击。此外，美国在短期内出台更多经济刺激措施的可能性不大，也给油价造成拖累。

随着冬季来临，欧美疫情持续反弹，世界上许多石油消费高的国家目前新增病例数甚至比第一波疫情时还多，美国周五与周六两天公布的新增病例数接连创下疫情爆发以来的新高，法国周日新增病例超过五万也创下纪录。随着新冠病例在欧洲各地激增，意大利和西班牙实施了新的限制措施来遏制病毒传播，法国要求人们从周五开始除了必要活动外必须呆在家里，而德国将从 11 月 2 日至月底关闭酒吧、餐馆和剧院。疫情大幅反弹注定会打击石油需求，因为在封锁期间，交通量将降至最低。

一些石油生产国特别是不受 OPEC+减产协议约束的利比亚的石油产量在增加，也对油价不利。该国目前产量为 68 万桶/日，预计未来几周产量将升至 100 万桶/日，这可能令石油输出国组织(OPEC)的限产努力面临更加复杂的形势。

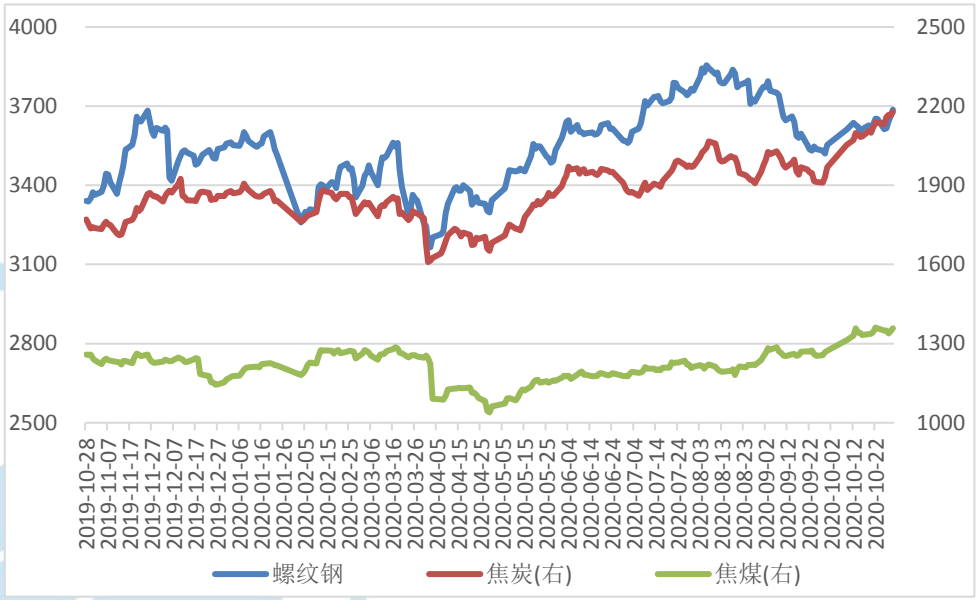
不过当前油价仍处于历史的低位水平，短期内油价连续大幅下跌可能性不大，OPEC+仍有余地通过进一步联合减产来支撑油价，将油价拉回到每桶 40 美元之上。OPEC 秘书长巴尔金都周一表示，石油市场复苏的时间可能比预期的要长，OPEC+平衡市场的努力将“坚持到底”。OPEC+原计划从 2021 年 1 月开始逐

步缩减减产力度，从目前的减产 770 万桶/日降至约 570 万桶/日，如果疫情持续恶化，OPEC+很可能将延缓此计划，保持当前 770 万通/日的减产力度。此外，OPEC+将于 11 月底召开部长级会议，商讨当前减产计划的延长问题并制定产量政策，预计这将对油价产生一定提振。

3.4 黑色产业链分析：下游需求持续旺盛加上冷冬预期导致企业赶工期和补库存，黑色系价格继续上涨

本周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周同期每吨上涨 36 元，收报于 3687 元/吨，全周累计上涨约 1%；焦炭价格每吨上涨 40.5 元，收报于 2178 元/吨，全周累计上涨 1.89%；焦煤价格收报于 1357.5 元/吨，与上周五持平。

图 16：螺纹钢、焦炭价格继续上涨，焦煤价格持平（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

近期公布的工业利润数据和 PMI 数据均表明，中国经济正在从疫情不利影响中继续修复，房地产业和基建业生产活动都连续保持在扩张区间，使得对螺纹钢的需求保持旺盛状态，同时冷冬预期下一些企业提前补库存和赶工也导致需求短期内增加，从而拉动黑色价格继续上涨。螺纹整体供需格局暂时向好，带动库存保持快速去化，价格受到较强支撑。螺纹钢现货成交较好，长短流程建材产量均有所恢复，低利润下，产量保持平稳运行。本周螺纹钢产量 363.48 万吨，较上周增加 4.63 万吨；总库存（社库+厂库）981.5 万吨，较上周大幅下降 76.9 万吨，社库下降较多。两者合并计算，表观消费量为 440.38 万吨，较上周增加 23.96 万吨，绝对超市场预期（市场大多预期 420-430 万吨）。随着冬季淡季临近，需求仍有转弱预期，高库存进入冬储季的压力犹存，下周需求是从目前水平下滑还是继续上行成为价格方向的关键，若需求出现偏上行的迹象，价格有阶段性上涨可能。

双焦方面，焦化企业有第六轮提涨预期，总体支撑较强，近期焦炭产量持稳，去库存速度放缓，由于近期钢材库存去化良好，钢厂铁水难有大幅减量，对原料的补库也较为积极。市场焦点在于需求的持续性及去产能执行，例如山西各地近期下发了去产能政策要求，年底将有 1500 万吨左右产能要求关停。从本周数据来看，焦化企业平均开工率 76.04%，较上周下降 0.13 个百分点，焦炭总库存为 27.93 万吨，较上周增加 1.69 万吨。综合来看，焦炭基本面良好，需求持续性及去产能的执行情况，将决定焦炭反弹高度。焦煤近日现货和期货均稳中偏强运行，导致各煤种价格均有上涨，而且山西煤矿安全监管趋严，焦煤产能

释放或受影响，以及海关政策收紧、禁止澳煤通关，这都有利于国内焦煤价格。总体看，焦煤供需维持积极改善，预计近期调整后仍有向上驱动。

3.5 人民币兑美元汇率分析：本周受到美股下跌影响，美元指数走强，创一个月以来最大周涨幅，人民币兑美元汇率中间价下调。

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.7232，较上周下降 0.79%。即期汇率报 6.7002，较上周下降 0.47%。美元指数报 94.022，本周涨 1.39%，创一个月以来最大周涨幅。

本周美元指数走强，一方面源于其避险的属性。另一方面，欧洲出现新一波的疫情令欧元承压，被动地推升美元指数。展望美元未来的走势，在悲观的预期结束之前，美元指数还会走强。但从更长远的时间窗口来看，美联储或推出负利率，所以美元指数长期看跌。

本周，外汇市场自律机制秘书处发布公告，陆续主动将人民币对美元中间价报价模型中的“逆周期因子”淡出使用。“逆周期因子”淡出使用，有两方面含义：其一，缓解人民币升值速度，向市场释放出人民币并非单向升值的信号；其二，让市场在人民币汇率的定价过程中享有更多“话语权”，同时增强汇率弹性。

展望后期人民币走势，主要取决于中美货币投放力度和经济复苏程度。单就经济差异而言，中国先于美国的经济复苏。在货币投放层面，尽管 6 月份美联储的扩表规模一度暂缓，但 8 月份以后又继续步入扩张通道。人民币相对美元而言还有可能继续强势，但继续上涨的空间较为有限。

图 17：人民币兑美元汇率中间价下降



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

图 18：美元指数本周上涨



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

风险提示：货币政策超预期收紧

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	中央政治局会强调，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，国内宏观经济延续修复态势，价值型公司的盈利有望逐步恢复。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阶段性估值压力风险，短期存在一定估值透支成长；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、在疫情后成长快速恢复的公司。
	金融	标配	宏观政策持续强调“房住不炒”，并不断加强对房地产市场的调控力度，国内主要城市房价下行风险有所加大，随之市场对银行资产质量的担忧近期有所增加。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，中期将受益于宏观经济的持续修复，我们认为其业绩仍有保障，股息率高下长期配置价值依旧明显；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。考虑到资产质量方面的担忧，短期调整为标配。重点关注板块中的优质龙头。
	科技	标配	科技产业发展是建立我国经济全球竞争力的最重要依靠，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，有望延续长期高成长。考虑到，当前优质科技股估值水平仍偏高，目前正处于回归途中，暂维持标配。建议在估值水平回落后增加配置，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	中央政治局会议提出“国内国外双循环”，内需消费和服务成为国内经济增长的最核心驱动力。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，故暂维持标配。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，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。
	短端信用债	超配	城投短期仍安全，对于地产，关注政策边际调整之后，地产销售企稳带来的估值修复机会，以及部分土储布局合理、融资端边际变化的高收益龙头企业。
	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	A 股当前市场情绪有所回落，转债市场仍处于结构性行情中，主要仍关注 alpha 带来的盈利转债市场仍处于结构性行情中，主要仍关注 alpha 带来的盈利，建议关注以下主线：（1）消费龙头，特别是食品饮料等必需消费；（2）科技板块，特别是与在线经济、无接触经济相关的领域；（3）医药生物；（4）享受资本市场改革红利的券商。此外，建议持续关注即将发行和上市的优质新券，尤其是与前述主线相关的转债。
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。
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。