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：三季度 GDP 增速低于预期，9 月数据显示经济仍持续修复，股债强弱切换（2020.10.19-2020.10.23）

金融市场分析周报　　2020 年 10 月 26 日

摘要

- **宏观经济数据：政策支持下三季度经济修复延续，消费和投资增速年内首次转正，未来将继续向正常区间回归。**国内疫情及早得以遏制，加上各项政策刺激和扶持力度较强，使得国内生产生活秩序有效恢复，经济已基本回归至疫情前的增长轨道，三季度 GDP 同比增长 4.9%，较二季度提高 1.7 个百分点，也带动前三季度 GDP 增速由负转正。两大经济动力消费和投资增速同步转正，工业生产也基本恢复正常。预期未来就业市场和消费需求继续改善，加上金融支持力度不减，财政和货币政策保持平稳，预计中国经济将延续当前增长态势，四季度 GDP 增速有望达到去年同期水平。

- **资金面及央行公开市场操作：央行公开市场净投放 2200 亿元，本周资金面均衡偏宽松，整体而言受缴税因素影响相对较小，隔夜、7d 加权与往年相比上行幅度不大，预期下周市场资金面将处于中性偏紧局面，资金价格不会进一步回落。**本周，资金面整体均衡偏宽松，随着缴税日期的延后，银行流动性相对宽裕，前四个工作日，资金情绪向好，7D 价格逐步小幅下行，隔夜资金价格周四跌至 2%以下，周五银行间市场资金面明显收敛。国债供给仍大，财政存款上划预计将会对流动性造成扰动，预期市场资金面仍处于中性偏紧局面，资金价格不会进一步回落。

- **利率债：三季度 GDP 数据低于预期，债市被压制已久的多头情绪释放，长债收益率下行。**本周资金面整体宽松，周一三季度及 9 月份的经济数据公布，三季度 GDP 增长 4.9%，预期 5.5%，低于市场预期，但是 9 月工业增加值，以及社会消费品零售总额同比增速均高于市场预期，在多空交织的数据影响下，长端利率债小幅下行。周三，盘中有消息称下周国债单期发行量要增加到 900 亿，对债市情绪形成明显压制，但是临近收盘时，财政部公告下周 1 年期和 10 年国债发行量分别为 590 亿和 550 亿，低于此前预期，加之当日 5 年期国债一级招标情绪较好，带动当日长端利率债明显下行。随后两个交易日长债收益率有所反弹，主要由于此前长债收益率已经连续三个交易日下行，做多情绪有所收敛。

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

- **可转债：全周权益市场震荡下行，转债市场炒作不断升温，监管逐步落地预计炒作乱象将被遏制，建议关注顺周期、制造业、成长科技板块。**本周权益市场震荡下行、出现连续调整，银行、保险、汽车等顺周期板块持续受到市场青睐。可转债市场整体录得下跌行情，全周炒作不断升温，周五早盘曾出现整体估值异常拉升，直到相关资金开始担忧隔夜政策风险，市场情绪才迅速回落。转债监管逐步落地预计炒作乱象将被遏制，业绩优秀、估值合理的品种仍是配置主线，建议关注顺周期、制造业、成长科技板块。

- **权益市场：**上周市场高开低走，持续调整，量能环比明显萎缩，整体呈弱势震荡格局；风格上价值股占优。展望后市，十九届五中全会和美国大选成为近期市场主要影响因素。五中全会有望为十四五发展规划指明方向，为资本市场提供长期政策驱动力；但美国大选扑朔迷离，压制全球市场风险偏好。同时，IPO 融资抽血效益和海外疫情构成持续压制，短期市场或延续震荡。受宏观经济延续复苏趋势和 A 股整体估值处于合理水平的支撑，中期维持谨慎乐观，关注 11 月初的重要时间节点。在当前结构性估值泡沫下，个股风险需重视。建议注意规避高估值个股、无业绩支撑的个股；继续关注估值仍低的绩优价值股；板块配置上，看好金融、地产和周期股。

- **黄金：美国大选和新财政刺激谈判一波三折等影响下，金价小幅下跌。**临近美大选，市场大多认为拜登当选将对金价更有利，本周最后一轮总统辩论后，市场民调结果没有超出市场预期，这对金价利好。但美国两党就新财政刺激方案迟迟不能达成共识，对金价造成拖累。短期内，拜登民调大幅领先、刺激方案谈判希望仍存和美元汇率贬值下，预计金价将呈缓慢上涨趋势，但在美国大选结果出来前，投资者持谨慎态度，金价震荡幅度将会收窄。

- **原油：欧美疫情反弹恶化及利比亚产量猛增对油价产生压力，油价本周下跌。**全球疫情形势依然严峻，新增确诊病例再创新高，给各国带来巨大经济压力，这引发了原油需求或将再现疲软的担忧。同时，利比亚石油产量未来四周或将超过 100 万桶/日，这对 OPEC+的减产行动构成巨大压力。受制于欧美疫情继续反弹以及临近美国大选带来的不确定性，原油大幅上涨的可能性不大，但 OPEC+减产努力下，油价暴跌的可能性也不大，油价将继续一个窄体区间内来回震荡。

- **黑色产业链：下游行业需求维持高增速，加上冷冻前赶工期和增库存，黑色系价格均上涨。**黑色系产品价格连续上涨的主因是由于经济持续修复，下游房地产和基建行业需求持续保持旺盛，加上“十一”过后冬季逐渐来临，且市场有消息认为今年冬季可能是一个“冷冬”，下游行业项目提前赶工期，也有提前补库存的需求。随着经济增速环比下降，下游行业需求能否持续有待验证，如旺季需求明显转弱，期价或提前反应，价格有回调的可能。

- **人民币汇率：在风险准备金率调整的背景下，人民币由升势趋缓转为继续强势，预计人民币对美元汇率短期可能在 6.6-6.9 之间震荡。**疫情冲击下，美联储开闸放水，美国通胀预期压制美元指数，中期利多人民币汇率。另一方面，中美债券市场的高利差和股票市场的上涨潜力差异可能驱动资本流入，对人民币汇率也是中长期的提振。预计人民币对美元汇率短期可能在 6.6-6.9 之间震荡。

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 三季度经济概况.....4
1.2 本周要闻.....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 政策支持下三季度经济延续修复，消费和投资增速年内首次转正，未来将继续向正常区间回归

（1）季度 GDP

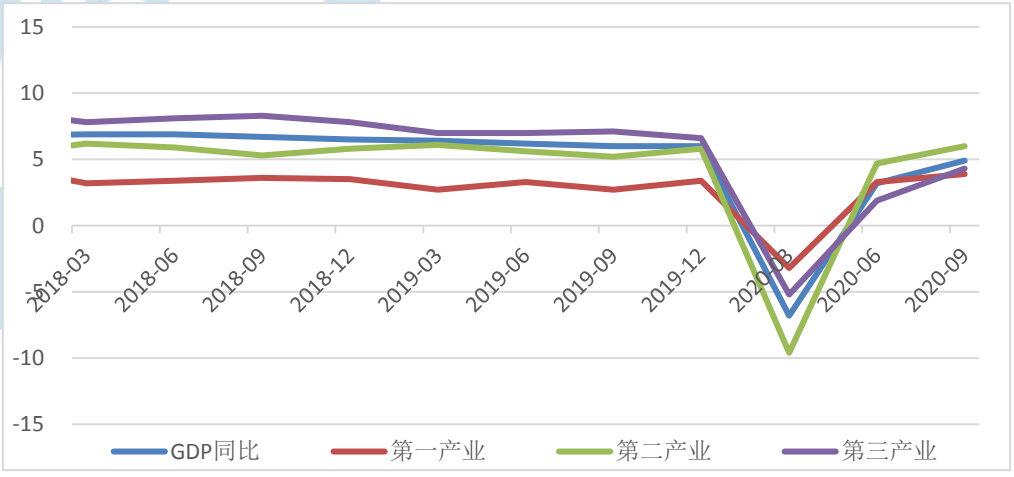
国家统计局 10 月 19 日发布的最新宏观数据显示，由于国内疫情及早得以遏制，加上各项政策刺激和扶持力度较强，国内生产生活秩序得到有效恢复，已基本回归至疫情前的增长轨道。三季度国内生产总值（GDP）增速继续提高，同比增长 4.9%，较二季度提高 1.7 个百分点，也带动前三季度 GDP 增速由负转正，同比增长 0.7%，较上半年提高 2.3 个百分点。不过，三季度 GDP 同比增速仍低于市场预期的 5%-6%区间水平。统计局认为，前三季度经济运行持续稳定恢复，统筹防疫和发展成效显著，但也要看到，国际环境仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较多；国内疫情外防输入、内防反弹的压力不小，经济仍处在恢复进程中，持续复苏向好基础仍需巩固。

三大产业出现不同程度改善，其中服务业改善最大。三季度，第一产业同比增长 3.9%，较上季度提高 0.6 个百分点；第二产业同比增长 6%，较上季度提高 1.3 个百分点；第三产业同比增长 4.3%，较上季度提高 2.4 个百分点，是三大产业中同比提高最多的产业，表明服务业复苏正在加速。

从各需求端看，经济动力持续增强，经济增速转正的背后，是消费和投资引擎的“双转正”，同时工业生产也基本恢复正常。三季度，工业增加值同比增长 5.8%，比二季度加快 1.4 个百分点，已基本恢复至疫情前的水平；社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正；前三季度全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长 0.8%，累计增速年内也是首次由负转正。

展望四季度，预计中国经济有望继续延续加速增长态势，并从以下几个方面获得新的增长动能：一是受益于劳动力市场的逐步改善及消费场景的重启，消费反弹力度料将边际增强；二是随着金融支持力度不减，由短期向中长期延伸，实体经济的活跃度或将进一步提升；三是直到明年上半年，财政和货币政策力度料将保持总体平稳，即在保持货币政策适度中性的同时，主要通过发力于财政刺激，拉动经济快速恢复到正常状态。基于此判断，预计四季度 GDP 同比增速将达到 5.5%-6%的较高水平，同时中国全年经济增速也将达到 1.5%-2%的水平，虽然这一增长远低于以往，但与其他主要经济体相比，却是最高的，也与 IMF 最新的预测相互验证。

图 1：三季度 GDP 同比增速继续提升，三大产业均出现不同程度改善（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

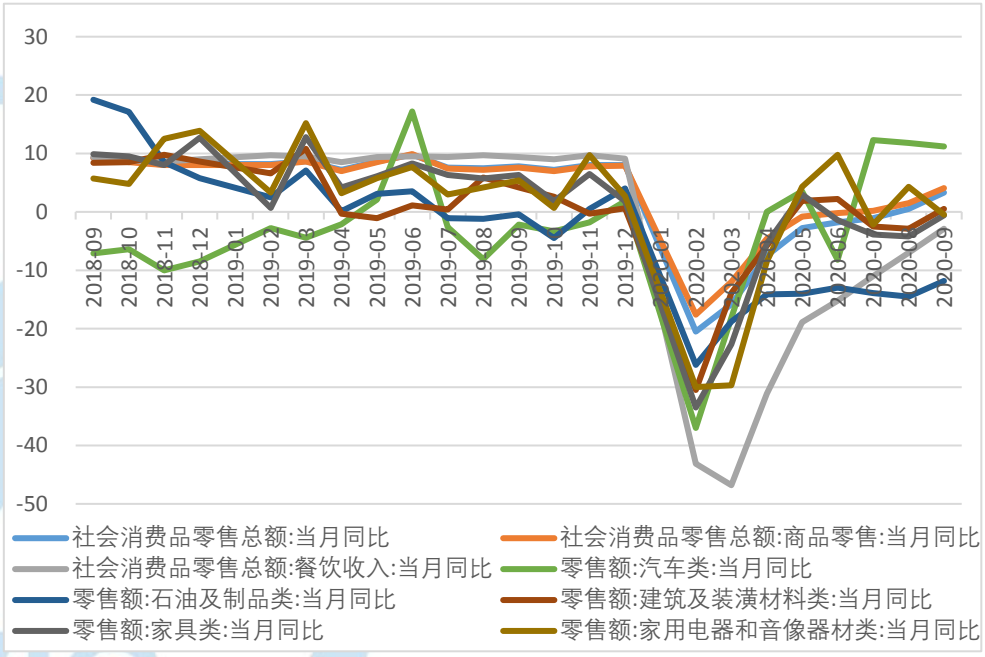
（2）消费

疫后随着各项促消费政策效果显现，消费反弹边际加强，9 月社会消费品零售同比增长 3.3%，涨幅较 8 月大幅提高 2.8 个百分点，扣除价格因素实际增长 2.4%。前三季度累计看，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点，其中三季度同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，超出市场预期。

从消费类型看，9 月商品零售同比增长 4.1%，高于 8 月 2.6 个百分点；受疫情影响较严重的餐饮行业继续复苏，收入同比下降 2.9%，降幅较上月收窄 4.1 个百分点。线上消费继续稳速增长，1-9 月全国网上零售额累计同比增长 9.7%，比 1-8 月提高 0.2 个百分点。

从主要商品消费看，汽车类消费增速虽较 8 月回落，但仍然保持较高水平，9 月同比分别增长 11.2%。受今年可能遇到冷冬的影响，服装鞋帽、纺织品类消费近期持续回升，也说明居民消费正在逐步恢复正常。由于近期房地产销售持续好转，从而带动相关消费回暖，9 月建筑及其装潢材料类、家具类、家用电器和音像器材类消费同比增速分别较 8 月提高 3.4 个、3.6 个和 6.4 个百分点。

图 2：9 月消费同比增长 3.3%，带动三季度增速年内首次由负转正（%）

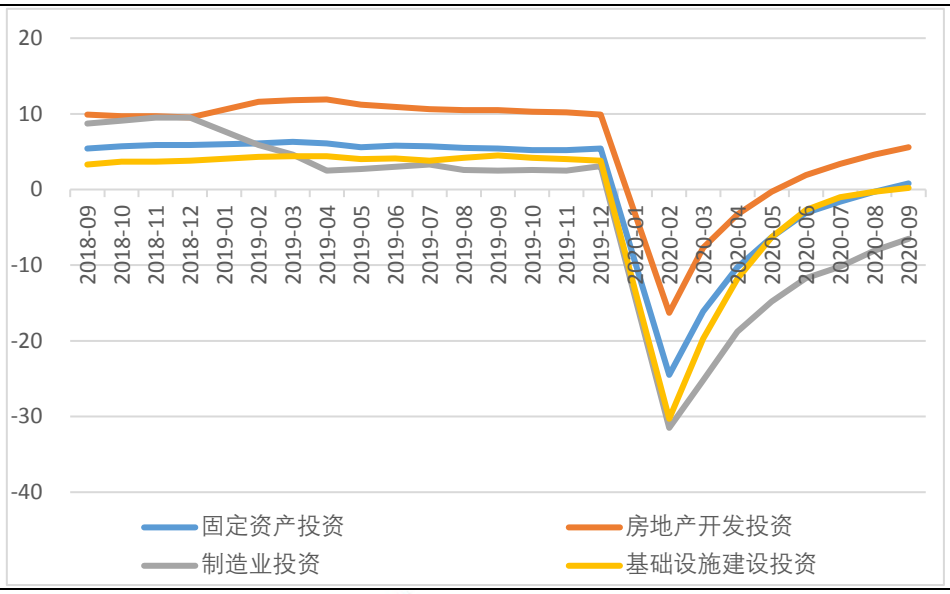


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

（3）投资

在财政刺激持续发力和基建活动加速下，投资实现年内首次转正。1-9 月固定资产投资（不含农户）同比增长 0.8%，较 1-8 月提升 1.1 个百分点，超出市场预期。从三大投资看，受企业盈利前景偏弱、不确定性仍存的影响，制造业投资改善仍有限，1-9 月制造业投资同比下降 6.5%，降幅较 1-8 月收窄 1.6 个百分点；基建投资累计增速也实现年内首次转正，1-9 月同比增长 0.2%，较 1-8 月提高 0.5 个百分点，预计基建投资在持续的财政发力及专项债发行支持下，有望继续保持较高增速；尽管监管政策收紧，但受房地产销售持续好转提振，房地产开发投资完成额已连续四个月保持正增长，1-9 月同比增长 5.6%，较 1-8 月提高 1 个百分点，增速再创年内新高，短期内房地产投资仍有支撑。

图 3：1-9 月投资同比增长 0.8%，为年内首次转正（%）

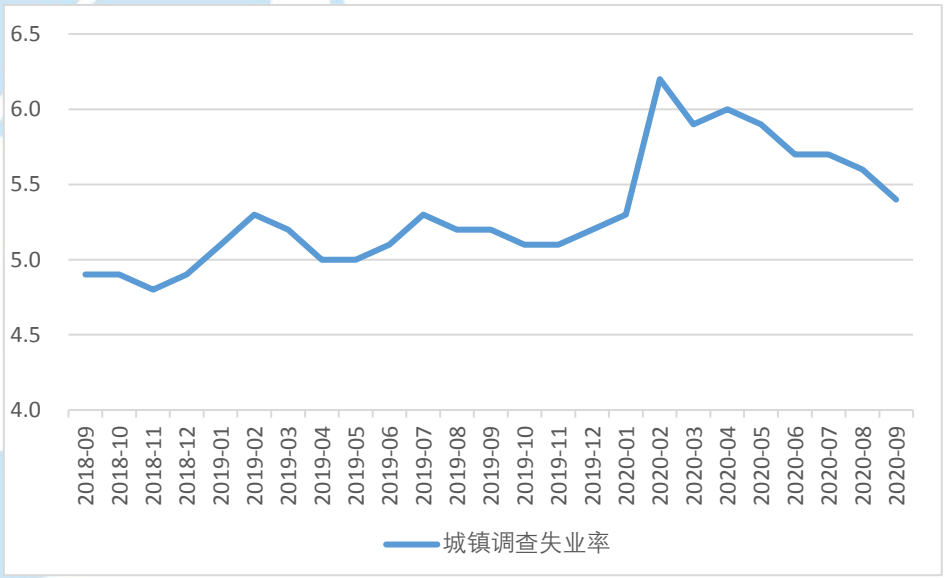


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

（4）城镇调查失业率

随着经济渐渐回暖，劳动力市场就业形势总体改善，9 月城镇调查失业率较 8 月下降 0.2 个百分点至 5.4%，但仍高于去年同期 0.2 个百分点，就业压力仍存，主要是高校毕业生、农民工等重点群体的失业率偏高。就业持续改善的同时，居民收入状况出现好转。前三季度全国居民人均可支配收入同比名义增长 3.9%，扣除价格因素后，实际同比增长 0.6%，较上半年提高 1.9 个百分点，实现年内首次转正。居民收入的好转，是拉动居民消费支出改善的主要因素之一。

图 4：9 月城镇调查失业率继续回落至 5.4%（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.2 本周要闻

1、第二届外滩金融峰会 10 月 24 日在沪开幕

以“危与机：新格局下的新金融与新经济”为主题的第二届外滩金融峰会于 10 月 24 日上午在上海开幕。国家副主席王岐山在开幕式上发表视频致辞。上海市委书记李强、外滩金融峰会组委会主席陈元出席开幕式并致辞，中国金融学会会长周小川作主题演讲。国家相关部门和上海市有关领导，峰会组委会成员单位代表，部分中外金融机构和智库负责人以及专家学者代表等出席。第二届外滩金融峰会聚焦金融开放、金融科技、资产管理等议题，邀请国内外政商学各界代表，以线上线下相结合的方式，分享真知灼见，开展高水平的思想碰撞与观点交锋，以对话推动共识，以共识推动合作，为建设开放型世界经济提供智力支撑，为上海国际金融中心建设贡献力量。

2、本周转债炒作不断升温，监管逐步落地

10 月 23 日，证监会发布《可转换公司债券管理办法（征求意见稿）》，向社会公开征求意见，表示针对近期出现的个别可转债被过分炒作、大涨大跌的现象，着重解决投资者适当性管理不适应、交易制度缺乏制衡等问题，通过完善交易转让、投资者适当性、信息披露等各项制度，防范交易风险，加强投资者保护。沪深两大交易所同样表示将可转债交易情况纳入重点监控，实施监管和自律措施。分析人士表示，《征求意见稿》的发布有利于进一步完善可转换公司债券各项制度，丰富企业融资渠道，防范交易风险，保护投资者合法权益。

3、证监会发布《关于修改〈证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法〉的决定》（征求意见稿）

10 月 23 日，证监会就《关于修改〈证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法〉的决定》（征求意见稿）公开征求意见。意见修改的主要内容包括：要求资管计划设定合理的负债比例上限，保持充足的现金或者其他高流动性金融资产偿还到期债务；明确资管计划投资单一资产比例超过其净资产 50%的，该资管计划负债杠杆比例不得超过 120%；对私募股权投资基金豁免适用“同一证券期货经营机构管理的全部集合资产管理计划投资于同一资产的资金不得超过该资产的 25%”的限制；放宽投资运作部分限制性指标，取消管理人自有资金参与单个集合资管计划不得超过该计划总份额 20%的要求等。

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 2200 亿元，本周资金面均衡偏宽松，整体而言受缴税因素影响相对较小，隔夜、7d 加权与往年相比上行幅度不大，预期下周市场资金面将处于中性偏紧局面，资金价格不会进一步回落

1）央行的公开市场操作：央行公开市场净投放 2200 亿元

本周央行公开市场共进行 3200 亿元逆回购操作，同期有 1000 亿元逆回购到期，因此净投放 2200 亿元。下周（10 月 24 日至 30 日）央行公开市场有 3200 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 500 亿元、700 亿元、800 亿元、500 亿元、700 亿元，无正回购和央票等到期。此外，此前央行公告称，下周一将进行 500 亿元 1 个月期国库现金定存操作。

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	0	0	-500	-500
7 天	500	700	800	500	700
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	700	800	0	200

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：本周资金面均衡偏宽松，整体而言受缴税因素影响相对较小，隔夜、7d 加权与往年相比上行幅度不大

本周，资金面整体均衡偏宽松，随着缴税日期的延后，银行流动性相对宽裕，前四个工作日，资金情绪向好，7D 价格逐步小幅下行，隔夜资金价格周四跌至 2%以下，周五银行间市场资金面明显收敛，主要回购加权利率均上扬，其中隔夜回购利率升近 25bp 至 2.21%左右。虽然周五央行公开市场今日恢复净投放，不过由于规模偏小，且周五为例行缴税最后一天，资金需求集中，市场供给稍显紧俏。本周资金面整体而言受缴税因素影响相对较小，隔夜、7d 加权与往年相比上行幅度不大。

表 2：本周货币市场利率（%）

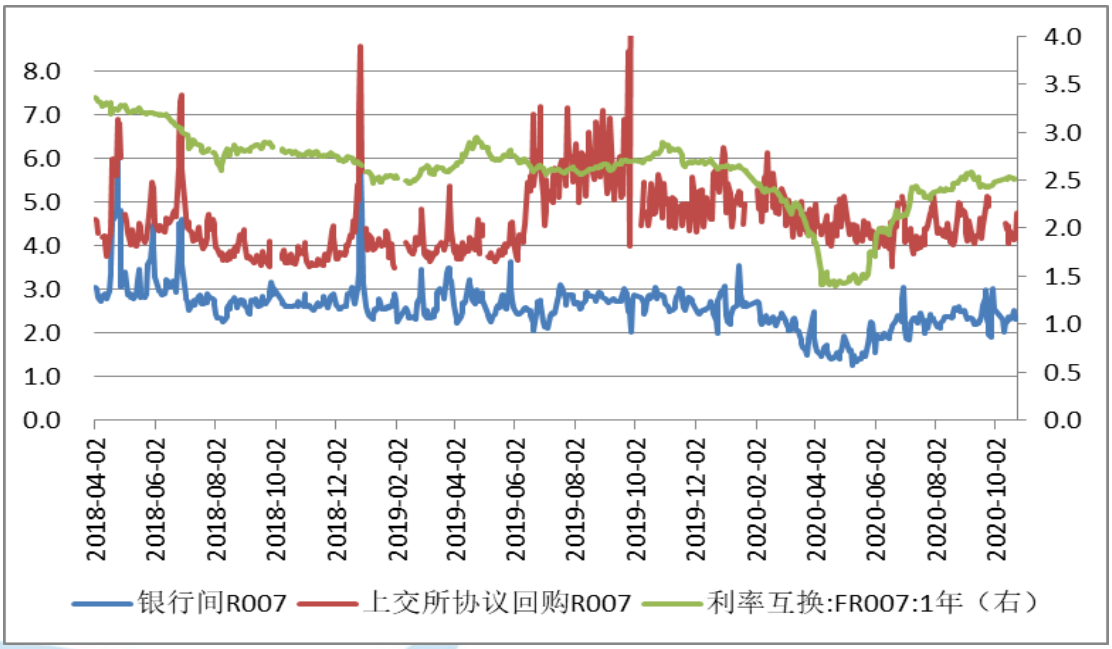
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	2.2770	2.2193	2.0144	1.9681	2.2182
	R007	2.4038	2.5092	2.4227	2.3242	2.3587
	R014	2.7352	2.8081	2.8069	2.7863	2.8014
	R021	2.6416	2.5017	2.4951	2.4052	2.6388
	R1M	2.8678	2.9488	2.8554	2.8486	2.8205
上交所协议回购	206001	4.2870	4.2920	4.3240	4.7620	4.7630
	206007	4.1750	4.1280	4.2470	4.1630	4.7400
	206014	5.1340	4.6700	4.7690	4.4080	4.7490
	206021	5.5990	5.1720	5.0650	5.4770	5.5650
	206030	6.3830	5.7310	5.9210	6.1120	6.0220
利率互换定盘：1Y	FR007	2.5257	2.5181	2.5050	2.5250	2.5251

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：预期下周市场资金面将处于中性偏紧局面，资金价格不会进一步回落

本周央行公开市场净投放 2200 亿元，助力平稳度过缴税期，但是 10 月作为地方政府专项债最后一个发行月、国债供给仍大，财政存款上划预计将会对流动性造成扰动，预期市场资金面仍处于中性偏紧局面，资金价格不会进一步回落。

图 5：本周资金面均衡偏宽松（%）



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：三季度经济增速虽低于预期，但经济修复方向仍明确，债市趋势性机会仍需等待

1）利率债走势复盘：三季度 GDP 数据低于预期，债市被压制已久的多头情绪释放，长债收益率下行

本周资金面整体宽松，周一三季度及 9 月份的经济数据公布，三季度 GDP 增长 4.9%，预期 5.5%，低于市场预期，但是 9 月工业增加值，以及社会消费品零售总额同比增速均高于市场预期，在多空交织的数据影响下，长端利率债小幅下行。周三，盘中有消息称下周国债单期发行量要增加到 900 亿元，对债市情绪形成明显压制，但是临近收盘时，财政部公告下周 1 年期和 10 年国债发行量分别为 590 亿元和 550 亿元，低于此前预期，加之当日 5 年期国债一级招标情绪较好，带动当日长端利率债明显下行。随后两个交易日长债收益率有所反弹，主要由于此前长债收益率已经连续三个交易日下行，做多情绪有所收敛。

图 6：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：预期差使得债市迎来间歇性“利好”，从而带来一定的交易机会，趋势性机会仍需等待

从央行近期表态来看，“容忍杠杆”变为“稳杠杆”，但“去杠杆”还未到来，货币政策预计仍保持当前状态。央行在上周的金融数据季度发布会，对于宏观杠杆率的抬升再次表态，以及本周易纲行长发表讲话，提出“需把好货币供应总闸门；宏观杠杆率将会更稳一些”来看，宏观杠杆率的抬升已经引起政策层面的重视，未来倾向于“稳杠杆”。回顾年初以来对于宏观杠杆率态度的变化，经历了从宽容，到重提回归的过程；预计对于宏观杠杆率“回归”的指向或是“稳杠杆”，而非剧烈的降杠杆。

三季度经济增速低于预期并不足以证伪基本面向上的中长期逻辑，经济修复方向仍明确。9 月经济数据显示基建地产投资对 GDP 的拉动边际走弱，消费服务业和传统制造业投资的结构性修复支撑经济进一步复苏。中期来看，从社融增速等判断，经济渐进修复有望继续推进，明年一季度在基数效应下达高点。但是需要关注到地产销售、开工、竣工均回落，地产周期趋于下行。

通胀来看，CPI 由于高基数效应仍有向下压力，PPI 预计继续温和回升。由于去年同期猪价暴涨，所以今年四季度 CPI 面临着较高的基数，而且高频数据显示 10 月 CPI 环比或低于季节性水平，我们预计 2020 年 10 月 CPI 同比或大幅回落至 1.0%以下。PPI 方面，短期在需求推动下，工业品价格仍存在着继续上涨动力，预计四季度 PPI 同比将小幅上行。总的来看，短期综合物价大概率小幅下行

近期债市多方情绪仍有待进一步积累，最近银行负债端没有显著改善，明年一季度之后宏观经济是否会有新一轮走弱也存在不确定性，所以在关注的一致预期中，市场仍然有对应分歧，节奏判断预期差使得债市迎来间歇性“利好”，从而带来一定的交易机会，趋势性机会仍需等待。

2.3 存单与信用债分析：信用债各等级及各期限收益率均下降

1）一级市场发行：存单发行量较上周上涨，信用债发行量较上周下降

本周同业存单发行量较上周上涨，本周存单发行量约 6,628.60 亿元，较上周发行量上涨 27.52%。本周存单到期量为 7,113.50 亿元，较上周到期量上涨 31.77%。

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 3,121.92 亿元，较上周环比下降 28.96%。

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下降

各期限存单收益率均上涨，1M 存单收益率较上周上涨 1.17bp，3M 期存单收益率较上周上涨 3.96bp，6M 期存单收益率较上周上涨 7.90bp，9M 期存单收益率较上周上涨 7.75bp。

信用债二级市场方面，信用债各等级及各期限收益率均下降，AAA 级 1 年期、AAA 级 3 年期、AAA 级 5 年期较上周分别下降 3.71bp、下降 6.34bp、下降 3.12bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别下降 2.70bp、下降 6.34p、下降 4.12bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别下降 3.70bp、下降 3.34bp、下降 5.33bp。

表 3：信用债各期限收益率水平（%）

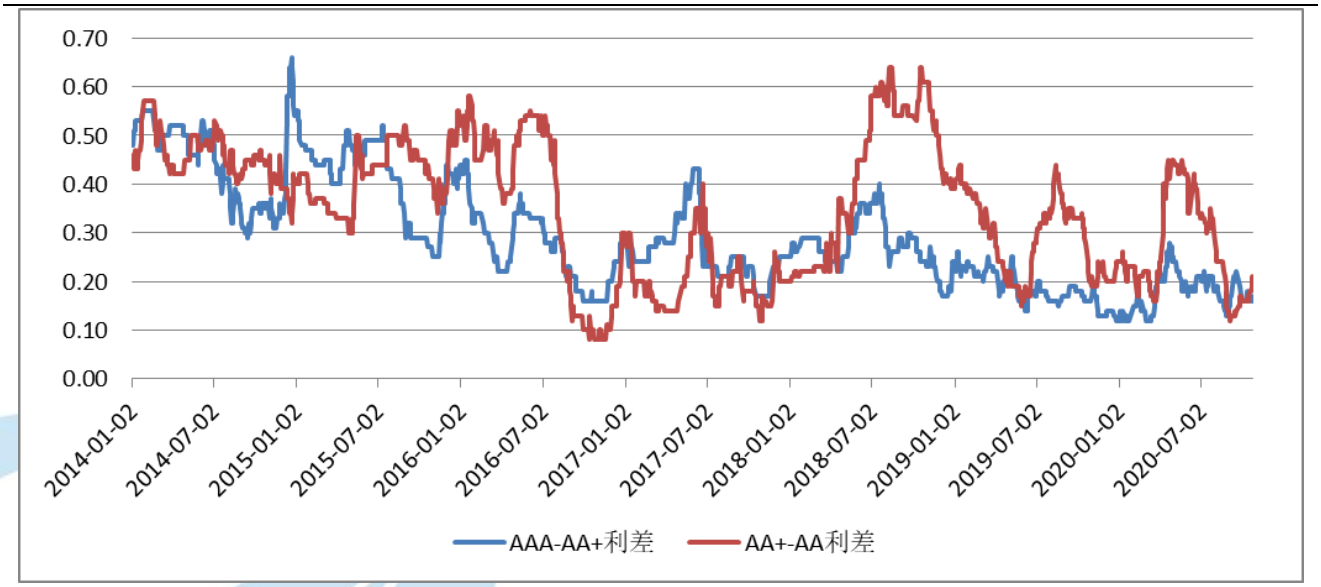
信用债种类	当前利率（%）	2013 年以来分位数（%）	较上周变动（BP）
信用债(AAA):1 年	3.166	26.50%	-3.71
信用债(AAA):3 年	3.6523	30.40%	-6.34
信用债(AAA):5 年	3.974	33.00%	-3.12
信用债(AA+):1 年	3.326	23.10%	-2.70
信用债(AA+):3 年	3.822	28.90%	-6.34
信用债(AA+):5 年	4.173	27.90%	-4.12
信用债(AA):1 年	3.466	18.20%	-3.70

信用债(AA):3年	4.032	22.50%	-3.34
信用债(AA):5年	4.523	23.10%	-5.33

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，中低评级信用利差走阔，AAA与AA+信用利差较前周无变化，AA+和AA之间的利差较前周走阔3bp至21bp。

图 7：中低评级信用利差走阔（%）



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：全周权益市场震荡下行，转债市场炒作不断升温，监管逐步落地预计炒作乱象将被遏制，建议关注顺周期、制造业、成长科技板块

1）可转债的走势复盘：权益市场震荡下行，转债市场较权益跌幅较小，全周炒作不断升温

本周权益市场震荡下行、出现连续调整，上证指数本周收于3278.00下跌1.75%，深证成指本周下跌2.99%，创业板指本周大跌4.54%，中小板指本周下跌2.82%，流动性收紧的预期、IPO可能的提速及抽血效应、美国大选落地前的不确定性压制着市场风偏，银行、保险、汽车等顺周期板块持续受到市场青睐。可转债市场整体录得下跌行情，本周上证转债下跌0.48%至326.74，深证转债下跌0.46%至263.26，中证转债下跌0.45%至366.85，其中，正元转债、智能转债、蓝盾转债、银河转债、万里转债等领涨，明阳转债、天铁转债、英科转债、迪森转债、振德转债等领跌。本周转债市场炒作不断升温，带动全市场成交额屡创新高，继周四破纪录地突破千亿大关之后，周五更是成交了1897亿元，已逼近当日沪市的2499亿元成交额。一级方面，本周洽洽转债、鹏辉转债、天能转债、乐歌转债、大参转债、星宇转债、华菱转2七只新券发行。

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均明显抬升，市场整体情绪火爆。本周每日都有涨幅超20%的转债出现，这部分标的的平均涨幅也随着炒作扩散化而逐步提升，周五早盘曾出现整体估值异常拉升，直到相关资金开始担忧隔夜政策风险，市场情绪才迅速回落，尾盘估值回归之后整体风险相对可控。

图 8：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：转债监管逐步落地预计炒作乱象将被遏制，业绩优秀、估值合理的品种仍是配置主线，建议关注顺周期、制造业、成长科技板块

回顾今年以来的“妖债”行情，活跃资金快速涌入转债小票往往发生在股市相对低迷的时候，体现在市场涨停板数量快速减少、股市活跃资金赚钱效应快速回落的时候，这也说明了转债市场炒作资金和股市活跃资金本质相同。流动性的无以为继、对股市异常交易标的的适时监控压制了活跃资金的生存空间，有理由相信对于转债市场异常交易个券加强监控并及时采取监管措施会有效遏制过度炒作风气的蔓延。面对转债市场存在的局部过热现象与存在的风险，周五盘后，上交所、深交所在本周例行发布的市场监管动态里不约而同地提到了要对转债加强监管；证监会起草制定了《可转换公司债券管理办法（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》）及其说明，并向社会公开征求意见；深交所随后再度发声，将严密监控可转债交易并提醒投资者警惕交易风险。转债以其独特的定位吸引了大量散户参与，带动市场热度本身是一件好事，只不过在吸引了游资及其他各路资金之后，个券风险开始累积；规模较小的个券易被炒作，相较股票更宽松的交易制度意味着天然的弹性；转债作为一个近两年才被公众所熟知的小品种，引导投资者理性参与投资依然任重而道远。随着监管逐步落地，预计转债市场炒作乱象将被遏制，风险也将被逐渐消化。

在股市近期调整颇多的情况下，部分转债品种性价比逐步显现，业绩优秀、估值合理的品种仍是一条配置主线。综合三季度业绩预告及工业企业数据，建议关注以下方向：（1）顺周期低估值板块（可选消费等）；（2）新能源汽车、光伏、消费电子等高端制造业；（3）工程机械等需求确定率先补库存的制造业；（4）成长科技板块。提示双高转债持有者关注炒作资金的突然出逃及强赎风险。

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：中期维持谨慎乐观 关注 11 月初时间节点 看好金融、地产和周期股

1）权益市场走势复盘——主要股指持续调整 量能低位 市场情绪谨慎

本周市场高开低走，持续调整，整体呈弱势格局。上证综指报收 3278 点，再回 3300 点下方，周内下跌 1.75%；同期深圳成指和创业板指分别下跌 2.99%和 4.54%。两市合计成交 3.46 万亿元，环比下降约 15%，缩量明显。

盘面上，价值风格表现较为明显。一方面低估值的银行、保险及家电等行业龙头公司走势稳健，表现良好；另一方面，大部分个股呈调整态势，其中估值高位的生物医药、半导体、农林牧渔等板块概念股短期跌幅更大。整体看，周内个股表现出一九分化，亏钱效应较为明显。目前主要股指均跌破 5 日、10 日、20 日、30 日及 60 日等多条中短期均线，量能处于低迷水平，市场谨慎情绪明显。大格局上，上证综指依旧处于 3200-3450 点大箱体内震荡。

图 9：上证综指持续调整 量能低位 市场情绪谨慎



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 0.95%，报 28335.5700 点，标普 500 指数报 3465.3900 点，本周下降 0.53%。纳斯达克综合指数报 11548.28 点，本周周跌 1.06%。道指与标普 500 指数结束此前连续三周上涨的行情，纳指五周以来首周下跌。

美国财政刺激谈判仍然深陷僵局，美众院议长佩洛西与财长姆努钦互相推卸责任。美国参议院拨款委员会主席谢尔比周五表示，双方达成刺激协议的可能性很小。周五，美国芯片巨头英特尔开盘大跌，全日保持低位运行。截至收盘，英特尔跌 10.58%，报 48.20 美元，最新总市值为 2050 亿美元。据计算，英特尔一夜之间蒸发约 242.25 亿美元，按最新美元兑人民币汇率，约合人民币 1619 亿元。从通胀水平、就业和消费等经济指标来看，现阶段美国经济尚未企稳。当下美股估值维持在一个较高的历史水平，随着美国大选的临近，美股市场面临较大的不确定性，对近期美股市场持观望偏谨慎的态度。

图 10：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：中期维持谨慎乐观关注 11 月初时间节点 看好金融、地产和周期股

后市市场将很大程度上受两大重磅事项影响。一是党中央十九届五中全会（10 月 26 日至 29 日召开）；二是美国大选（投票结束日 11 月 3 日）。前者将明确我国中长期发展规划的战略方向，为市场指出长期机会，给出政策利好；后者拜登和特朗普谁当选，在未最终给揭晓前，将一直扑朔迷离，并抑制全球资本市场风险偏好。

十九届五中全会有望为十四五发展规划指明方向，为资本市场提供长期政策驱动力。按惯例，全会有望为十四五规划明确阶段性战略取向、主要目标、重点工作等，如 GDP 增速目标、居民可支配收入增速、城镇化率等。今年 5 月份以来，中央多次提出要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，并明确这是事关全局的系统性深层次变革。此次全会有望对此进行系统的部署，以提振消费内需、推进新一轮改革、提高国内关键技术和重要产业链的竞争力等。全会释放的政策方向将成为市场关注的中长期焦点，也可能成为相关板块短期行情的催化剂。

美国大选扑朔迷离，成为压制全球市场风险偏好的最主要因素。根据选民民调显示，拜登在摇摆州领先特朗普，但最终结果仍相当不确定。考虑到此前特朗普对投票方式的质疑，甚至可能出现对选票结果发生争议的不利情形出现。参照 2000 年美国大选，争议发生将对资本市场形成重大不利影响，当时受计票争议冲击标普 500 指数持续下跌达 7%。即使不会发生争议，由于拜登和特朗普两位总统在施政方针上有着很大区别，如拜登积极推进加税，而特朗普推进减税，在上述重大事项未明朗前投资者均不愿冒险下注，宁愿选择静待形势明朗。

除上述两大事项外，还有：国内经济持续复苏继续支撑中期市场，但同时，蚂蚁金服 IPO 影响短期资金面，海外疫情再起也抑制短期情绪。三季度我国 GDP 同比增长 4.9%，较二季度提升 1.7 个百分点，经济增速持续上升。单月看，9 月经济数据回暖趋势持续，且好于预期。9 月规模以上工业增加值当月增长 6.9%（前值 5.6%，预期 5.8%）；社会消费品零售总额当月增长 3.3%（前值 0.5%，预期 2.3%）；城镇固定资产投资额累计增长 0.8%（前值-0.3%，预期 0.9%）。

蚂蚁金服 IPO 影响短期资金面。蚂蚁金服于下周开始招股，并有望于 11 月上旬上市交易。据承销商评估，蚂蚁金服 IPO 估值高达 2.96 万亿元至 3.6 万亿元，A 股融资规模可能超过 1000 亿元，成为 A 股史

上最大 IPO。巨额融资将对短期市场构成较大的融资抽血效益，其中认购缴款日和上市首日抽血效益较为明显。此外，欧洲新冠疫情已呈二次爆发之势，美国新增病例也居高不下。尽管近期新冠疫情对市场的不利影响已减弱，但心理压制仍不容忽视。

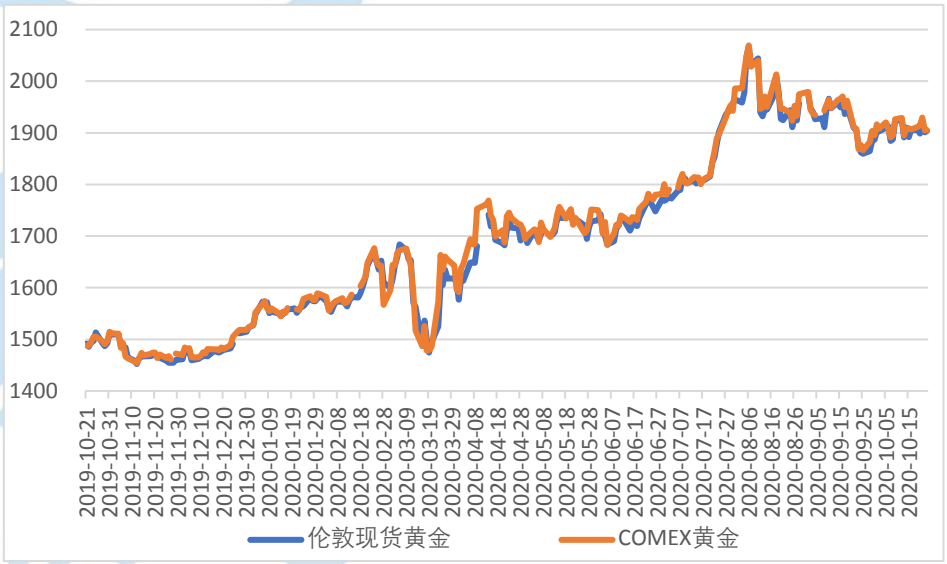
综上判断，在上述重磅事项未明朗前，市场难形成统一向上的突破动力；同时，融资抽血效益、美国大选不确定和海外疫情构成持续压制，由此短期市场或延续震荡格局。中期来看，受宏观经济延续复苏趋势和市场整体估值处于合理水平（截至 10 月 23 日沪深 300 对应动态 PE 为 15 倍）的支撑，我们维持谨慎乐观，关注 11 月初或是市场运行的重要时间节点。

在当前结构性估值泡沫下，个股风险不宜忽视。重点注意规避高估值个股、无业绩支撑的个股；继续关注估值仍低的绩优价值股；板块配置上，看好金融、地产和周期股。对于核心科技成长股，可关注回调中的分批介入机会。

3.2 黄金市场分析：美国大选和新财政刺激谈判一波三折等影响下，金价小幅下跌

本周金价基本走平，仅小幅下跌。周五，伦敦现货黄金价格较上一交易日上涨 2.7 美元，或 0.14%，收报于 1903.65 美元/盎司，但全周累计实现跌幅 0.07%；美国 COMEX 黄金期货结算价上涨 0.6 美元，或 0.03%，收报于 1905.2 美元/盎司，全周累计跌幅 0.06%。

图 11：金价本周小幅下跌（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

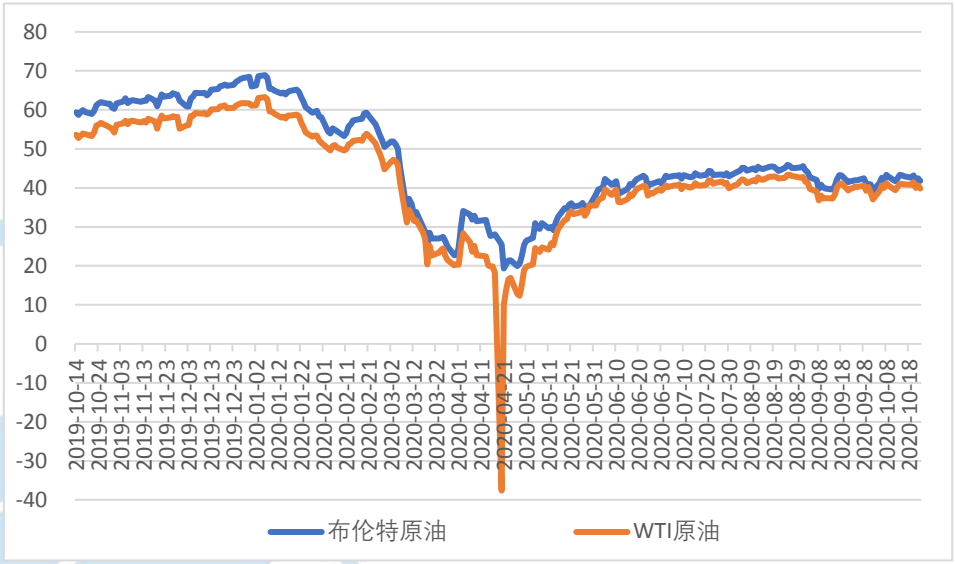
本周影响金价的几个全球事件主要聚集在全球最大经济体美国。一是美国大选临近，市场普遍认为如果民主党候选人拜登胜选，后面推出更大规模经济刺激的可能性提高，将有利于金价，在本周四第二轮总统辩论后，据民调显示，拜登和共和党候选人特朗普的支持率变化不大，甚至拜登支持率还稍占上风，基本没有超出市场预期。二是，美国共和党与民主党就新的财政刺激方案迟迟不能达成共识，在本周美国众议院议长佩洛希和财政部长努钦分别表态对方必须做出让步才能达成最终协议后，双方之间仍然存在重大分歧，大选前达成协议的可能性降低。三是美元指数本周大幅下跌至一个半月低位，黄金受到一定支撑，但美债收益率频频走高，且美股维持在高位水平，仍具备较强的赚钱效应，这令黄金吸引力有限。同时，市场已经消化了拜登获胜预期，并认为年底前将推出经济刺激方案，因此本周风险偏好占据上风，这令美元处于不利地位。

短期内，至少到美国大选结果清晰之前，金价预计将继续震荡，但震荡幅度将收窄。一方面，美国大选选情热度高涨，拜登民意支持率明显高于川普，但未必不会出现 2016 年那种意外情况，仍存在川普制造意外事件而反败为胜、不愿意放权等不确定性，这对黄金不利。另一方面，美元的疲软和疫情反弹将继续提振了金价，后面只有等待疫苗的出现才能真正结束金价的上行趋势，一旦发生，黄金市场可能出现和 2013 年类似的抛售。

3.3 原油市场分析：欧美疫情反弹恶化及利比亚产量猛增对油价产生压力

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 0.69 美元，或-1.63%，收报于每桶 41.77 美元，全周累计跌幅 2.7%；美国基准 WTI 原油期货合约结算价下跌 0.79 美元，或-1.94%，收报于每桶 39.85 美元，全周累计跌幅 2.52%。

图 12：油价本周下跌（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

过去一周，美布两油周线均下跌超 2%，主因是美国和欧洲病例数激增引发需求担忧，以及利比亚原油供给预计将激增。

全球疫情形势依然严峻，新增确诊病例再创新高，给各国带来巨大经济压力。世卫组织表示，欧洲疫情形势十分令人担忧，多个城市的重症监护病房将达到饱和，同时一些国家和城市重启疫情封锁措施以遏制病毒传播，这引发了原油需求或将再现疲软的担忧。

利比亚国家石油公司宣布解除 Es Sider 港口和 Ras Lanuf 港口的不可抗力，预计利比亚石油产量将在未来四周超过 100 万桶/日，利比亚中央银行行长甚至呼吁该行业提高石油产量至 170 万桶/日，目前利比亚原油产量约为 50 万桶/日，在主要产油国试图遏制全球供应之际，利比亚增产行为将对 OPEC+的减产行动构成巨大压力。

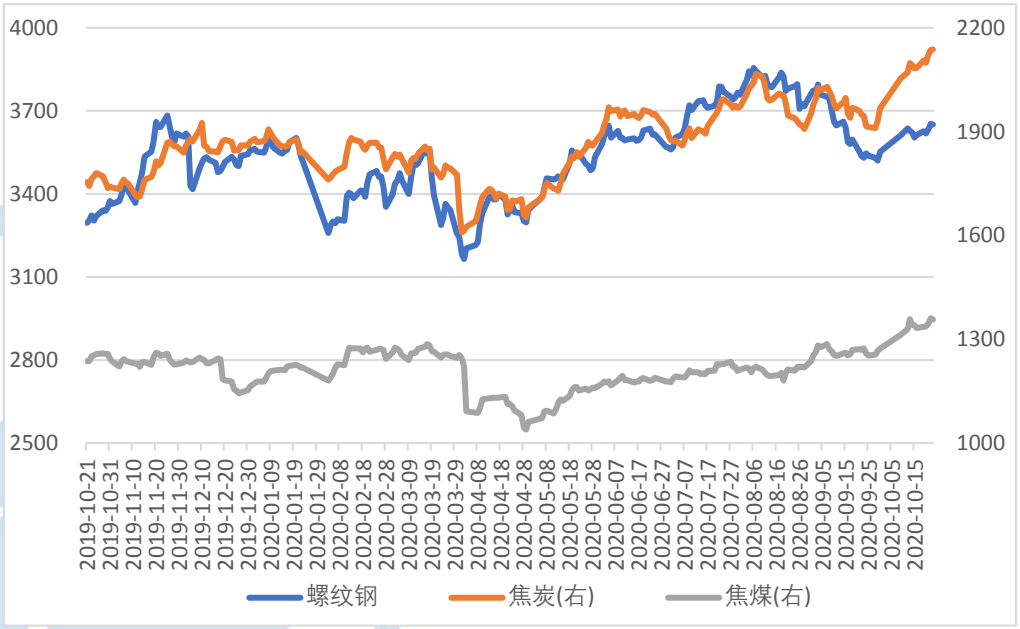
此外，原油库存下降幅度也低于预期。美国石油协会(API)公布的数据显示，截至 10 月 16 日当周，API 原油库存意外增加 58.4 万桶，预期为减少 24 万桶；美国能源情报署（EIA）公布的数据显示，截至 10 月 16 日当周美国除却战略储备的商业原油库存降幅略低于预期，原油库存变动实际公布减少 100.10 万桶，预期减少 137.5 万桶。

受制于欧美疫情大幅反弹和恶化，以及临近美国大选，地理政治、经济、军事等各方面的不确定性也增加，原油大幅上涨的可能性不大。但同时，如果原油价格出现暴跌，预计 OPEC+很有可能通过延缓减产的时间或者加大减产幅度来提振油价。加上最近一段时间以来，油价均在一个窄体区间内来回震荡，预计未来布伦特油价仍将在每桶 40-45 美元窄幅区间波动。

3.4 黑色产业链分析：下游行业需求维持高增速，加上冷冻前赶工期和增库存，黑色系价格均上涨

黑色系产品价格连续三周上涨，本周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周同期每吨上涨 38 元，收报于 3651 元/吨，全周累计上涨 1.05%；焦炭价格每吨上涨 53 元，收报于 2137.5 元/吨，全周累计上涨 2.54%；焦煤价格每吨上涨 25 元，收报于 1357.5 元/吨，全周累计上涨 1.88%。

图 13：黑色系价格在本周均上涨（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

黑色系产品价格连续上涨的主因是由于经济持续修复，下游房地产和基建行业需求持续保持旺盛，加上“十一”过后冬季逐渐来临，且市场有消息认为今年冬季可能是一个“冷冬”，下游行业项目提前赶工期，也有提前补库存的需求。本周螺纹钢现货市场交易活跃，每日交易量超过 20 万吨。螺纹钢产量 358.85 万吨，较上周略有下降，供给压力进一步缓解。节后补库需求释放后，建材表观需求边际回落。螺纹钢总库存 1058.4 万吨（厂库 327.93 万吨+社库 730.47 万吨），较上周下降 57.57 万吨，其中社库降幅较大。因此合并计算后，可见表观消费量为 416.42 万吨，环比减少 27.12 万吨。随着经济增速环比下降，下游行业需求能否持续有待验证，如旺季需求明显转弱，期价或提前反应，螺纹钢价格有回调的可能。

焦炭方面，随着现货第五轮提涨全面落地，近期市场焦点在于需求的持续性及去产能执行，焦化企业利润高位继续扩张但产量小幅下降，下游焦炉、高炉维持高开工率，补库也较为积极，焦煤需求维持高位，煤矿焦煤库存继续下降。山西运城、太原等地有产能关停的消息，也推动焦炭价格继续上行。从运行数据看，焦化企业平均开工率为 76.17%，基本与上周持平；焦炭总库存 26.24 万吨，较上周下降 1.11 万吨。临近冬季，焦煤现货稳中偏强运行，山西不同煤种均有探涨，加上海关禁止澳煤通关，海煤进口或有明显减量，尽管焦煤期价震荡运行，总体相对坚挺，焦煤供需维持积极改善，仍有向上驱动。

3.5 人民币兑美元汇率分析：在风险准备金率调整的背景下，人民币由升势趋缓转为继续强势，预计人民币对美元汇率短期可能在 6.6-6.9 之间震荡

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.6703，较上周上涨 0.93%。即期汇率报 6.6690，较上周上涨 0.44%。美元指数报 92.7367，本周跌 1.03%。

在风险准备金率调整的背景下，人民币由升势趋缓转为继续强势，是“看不见的手”在发挥作用。风险准备金率调整后，市场将经过两个阶段：第一阶段将实现对人民币快速升值的对冲。其逻辑在于，远期售汇准备金降至零，企业购汇意愿加大，市场追逐外币，抛售人民币；第二阶段，大量企业完成购汇，市场上充斥大量外币，人民币成为稀缺品。在“看不见的手”的作用下，人民币自然而然又转为升值。

美元指数恢复了上周的下跌趋势，并迅速摆脱了周四的积极表现。有关美国将可能不得不等到 11 月大选过后再推出新的刺激措施的消息，初步支撑了美元汇率，并在当日早些时候推动该指数突破 93.00 大关。不过，欧元区核心地区 10 月制造业采购经理人指数(PMI)初值向好，给风险情绪带来温和提振，并迫使美元重新将注意力转向下行。

疫情冲击下，美联储开闸放水，美国通胀预期压制美元指数，中期利多人民币汇率。另一方面，中美债券市场的高利差和股票市场的上涨潜力差异可能驱动资本流入，对人民币汇率也是中长期的提振。预计人民币对美元汇率短期可能在 6.6-6.9 之间震荡。

图 14：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 15：美元指数本周下跌



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

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。维持标配，重点关注板块中的优质龙头。
	科技	超配	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。在经历了三季度的持续回调后，估值水平也有所回落，长期投资价值更加凸显。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	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	CPI 回升及 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。