中航证券金融研究所
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：6月中采PMI数据改善明显，央行下调再贴现及再贷款利率，权益市场放量上涨（2020.06.29-2020.07.03）

金融市场分析周报　　2020年7月6日

摘要

6月中采PMI指标几乎全面反弹，供需双双改善，价格指数回升明显，预计6月PPI环比转正、同比回升，库存积极去化，PMI回升显示经济继续缓步回升。本周央行下调再贷款和再贴现利率，有助于稳定市场对于未来流动性的信心。本周A股市场迎来7月开门红，沪深两市双双放量大涨，上证指数力克3000点和3100点两大关口，累计上涨5.81%。主要股指纷纷创出新高，趋势上呈突破之势，其中处于低位的金融地产出现补涨，使得之前市场的结构性机会有望向牛市发展。

- **新冠肺炎疫情：部分国家新增病例大幅增加，将打断经济恢复的复苏预期。**全球新冠疫情确诊病例已超千万例，美巴印等一些国家的疫情正在重新抬头，导致政府不得不部分恢复封锁措施，疫情的这种反复或将一直持续到明年。尽管本周发布的经济数据表明随着各国解除疫情封锁措施，全球经济正在加快恢复，就业率出现超预期下降，不过近期病例数的激增和经济重启的暂停将放缓就业市场的恢复速度，如果反弹持续，全球经济的复苏预期将被打破。

- **PMI数据：6月中采PMI指标几乎全面反弹，供需双双改善，生产超预期回暖可能与外需有关。**制造业和非制造业PMI均回升表明复工复产下国内经济生产秩序加快恢复，超出市场预期。大部分分项指数均有改善，非制造业的改善程度要好于制造业，进出口指数虽仍处于萎缩区间，但环比改善，就业指数出现回落，稳就业压力依然较大。PMI连续四个月位于枯荣线之上，且近期加速回升，经济动能增强，预计二季度经济将从一季度大幅萎缩后重新回归正增长区间。

- **资金面及央行公开市场操作：央行本周净回笼4950亿元，资金面先紧后松，跨季后资金料延续宽松格局。**本周因季末财政投放资金到位，叠加政府债券缴款后资金回流至银行间，助力流动性供给充裕，周五隔夜利率跌破1.5%，七天期价格亦稳定在2%下方。7月为缴税大月，短期流动性缺口或较大，预计积极财政政策将要发力，短期流动性“补水”效果或较为明显。

- **利率债：流动性的冲击对债券市场的影响已趋近尾声，10年期国债短期向上大幅突破2.9%的概率并不高，投资者可以适当增加对债券的配置力度。**央行本周下调再贴现及再贷款利率表明央行旨在引导广谱利率继续下行，这也意味着继续降低逆回购、MLF利率，仍可期。自五月下旬以来，关于流动性预期的变化一直是主导债市波动的主要原因。经过近一个多月的调整，加上央行在货币政策例会上传达的信息，市场对资金利率的预期将逐步收敛，流动性的冲击对债券市场的影响已趋近尾声。10年期国债短期向上大幅突破2.9%的概率并不高，做多债券的胜率已经有所提升。在这样的背景下，投资者可以适当增加对债券的配置力度。

股市有风险入市须谨慎

中航证券金融研究所发布　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：权益市场呈现走强态势，带动转债市场上涨。**本周权益市场继续强势、放量大涨，券商股再掀涨停潮。可转债市场随权益市场上涨，近期牛市带动券商转债大涨，但牛市行情下资金从高价格、高溢价率的转债抽离，引发双高转债价格回落。权益市场持续走强有望带动转债市场，同时转债市场经历 5 月以来的估值调整后性价比回升，配置价值升高。整体看，疫情有所控制，经济触底回升等对权益市场构成利好，建议关注科技、内需、周期和大金融板块。

- **权益市场：股指放量突破，金融及地产补涨，市场趋势乐观。**本周市场迎来 7 月开门红，沪深两市双双放量大涨，上证指数力克 3000 点和 3100 点两大关口，累计上涨 5.81%。主要股指纷纷创出新高，趋势上呈突破之势。其中金融地产的补涨使得结构性行情有望向牛市发展。展望后市，国内宏观经济持续恢复，货币政策维持宽松，权重板块估值低，有望支撑市场不断向上拓展空间。我们对市场趋势保持乐观，建议保持积极投资，短期重点关注绩优价值，兼顾核心成长。板块方面，看好可选消费在接下来一段时间的表现。

- **黄金：投资者对经济复苏的担忧超过乐观数据带来的情绪提升，金价仍实现连续四周上涨。**即使本周一些国家发布的经济数据显示经济正在有力恢复，但近期美国、巴西、印度等国家新增病例大幅增加，导致投资者担忧未来全球经济将遭受新一轮的冲击会复苏时间比预期要长，避险情绪有所提升，使得金价本周继续上涨，金价已连续上涨四周。考虑到近期疫情反弹使得投资者避险情绪较浓，政治地理局势有所升温，以及美元贬值等因素，预计短期内金价将站上 1800 美元/盎司的高位。

- **原油：受乐观经济数据和原油库存连续下降的提振，原油价格上涨，但悲观的疫情数据限制了涨幅。**本周主要国家公布的经济数据超预期乐观，美国原油库存连续两周下降，对油价起到明显提涨作用，但疫情反弹，导致市场担忧经济复苏将放缓，抑制了油价的涨幅。由于疫情达到高峰并稳定下来还需一段时间，且面临的不确定较多，以及 OPEC+减产协议面临的不稳定性，油价涨幅将有限，预计油价将维持在每桶 40-50 美元之间震荡波动。

- **黑色产业链：受近期天气异常导致下游房地产业和基建项目建设受阻的不利影响，本周黑色系产品价格走势分化。**螺纹钢价格大跌后收复部分涨幅，基本与上周持平，焦炭出现明显回落，焦煤上涨但幅度不大。螺纹钢产量增幅明显放缓和库存的增加，表明下游需求明显疲软，令螺纹钢价格短期内仍承压，并导致关联性较强的焦炭的价格连续下跌，短期下行风险仍较大。焦煤因产地供给政策和国外进口政策收紧连续两月缓慢回升，近期在窄幅区间内震荡整理，建议观望。

- **人民币汇率： 美国经济数据总体稳健，削弱了美元作为避险货币的吸引力，美元指数下跌，人民币小幅升值。**本周，受到美元指数震荡回落影响，人民币兑美元汇率整体上涨，考虑到美元估值偏高、美国相对其它经济体的增长优势却在减小、美国与其它经济体利差收窄以及下半年全球经济复苏，风险偏好修复等，预计美元下半年走势偏弱，人民币汇率预计总体运行区间保持在 6.9-7.2。

目录

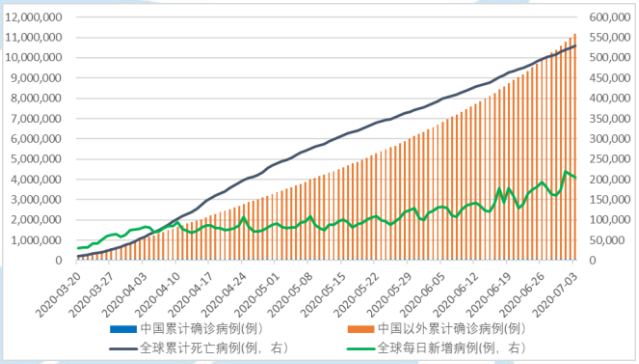
一、 本周重点经济数据分析.....4
1.1 全球疫情形势.....4
1.2 6 月 PMI 数据.....5
二、 固定收益市场分析.....7
2.1 资金面分析.....7
2.2 利率债走势分析.....9
2.3 存单与信用债分析.....10
2.4 可转债分析.....11
三、主要资产价格分析.....13
3.1 权益市场分析.....13
3.2 黄金市场分析.....15
3.3 原油市场分析.....16
3.4 黑色产业链分析.....18
3.5 人民币兑美元汇率分析.....19

一、 本周重点经济数据分析

1.1 部分国家新增病例大幅增加，将打断经济恢复的复苏预期

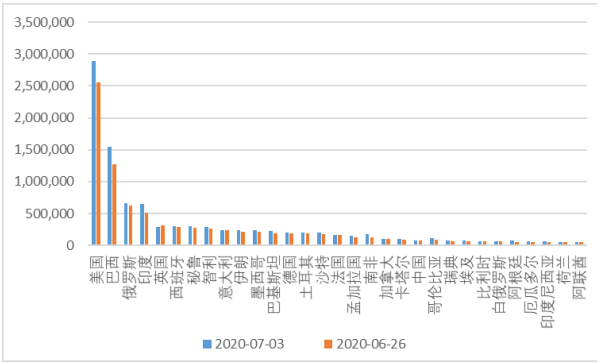
据 WIND 统计数据，截至 7 月 3 日，全球新冠肺炎疫情累计确诊病例超 1100 万例，比上周大幅攀升近 127 万例，连续两个月创下单周新高。一些国家的疫情正在重新抬头，导致政府不得不部分恢复封锁措施，疫情的这种反复或将一直持续到明年。美国疫情十分严峻，有 37 个州出现新增病例增加，其中佛罗里达州、加利福尼亚州、德克萨斯州增长较快，导致一度减弱的疫情再次迅速蔓延，美国新增病例周四超过 5.5 万例，创下全球新纪录，过早解除封锁和一个月前爆发的反种族暴乱是此次疫情反弹的主要原因。为应对疫情反弹，几位美国州长已宣布暂停重开该州经济的计划，美国经济的重振也将因此而减缓。拉丁美洲已成为全球疫情新中心和重灾区，占全球感染总人数的 23%，其中巴西有 154 万病例，本周新增 26.8 万例。因此次疫情，世行预计，拉丁美洲和加勒比地区 2020 年 GDP 将萎缩 7%以上，衰退幅度超过上世纪三十年代的“大萧条”、拉美上世纪八十年代的债务危机，以及 2008 年的全球金融危机。印度已成为亚洲疫情新的重灾区，病例增至 65 万例，本周新增 14 万例。

图 1：全球各国累计确诊病例超 1100 万（例）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

图 2：31 个国家超过 5 万例，美国、巴西、俄罗斯位居前三（例）

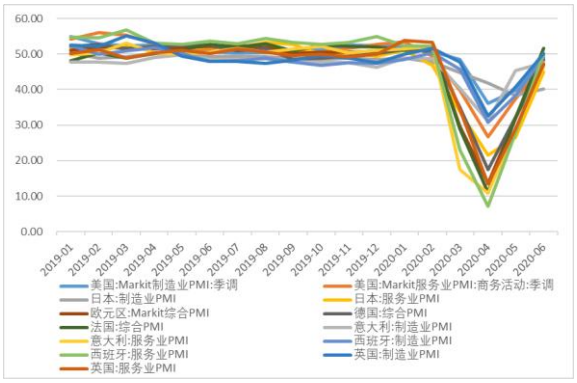


资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

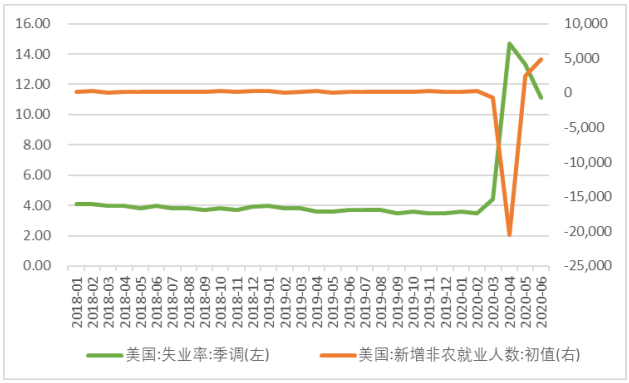
本周公布的经济数据表明，随着各国解除疫情封锁措施，全球及各国的经济正在加快复苏，或者经济萎缩幅度正在大幅放缓，并且好于市场预期。根据对采购经理人（PMI）进行的调查，6 月欧洲、亚洲国家和美国的大量企业继续恢复正常运转，包括法国、英国和中国在内的许多国家的制造业恢复增长，而且之前受疫情冲击更加严重的服务业的恢复力度比制造业还要大，服务业 PMI 已接近荣枯线（50）。这个迹象表明全球经济正从前两个月深度萎缩中反弹。中国周二公布的 6 月 PMI 数据显示国内生产生活秩序正加快恢复。

图 3：主要国家 6 月 PMI 大幅回升（%）

图 4：美国 6 月非农就业和失业率数据超预期，但仍保持高位（千人，%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部



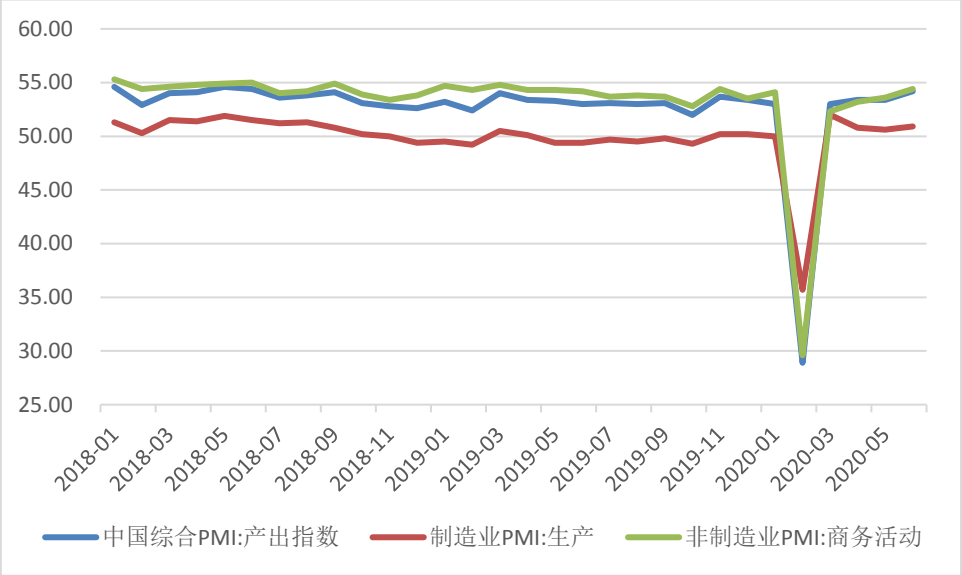
资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

美国周四公布的 6 月份非农就业岗位增加 480 万个，使得失业率降至 11.1%，创有数据记录以来的历史最高值，远超出市场预料。劳动力市场的就业状况通常是经济的一个先行指标，劳动力市场的大幅改善说明工人正大量回到工作岗位，经济处于经济周期的复苏阶段。但最近病例数的激增和经济重启的暂停将阻碍就业市场的恢复甚至经济的复苏。美国就业市场的工作岗位仍比疫情冲击美国经济之前减少了数百万个，目前 11.1%的失业率仍为历史高位，今年 3 月份之前，美国失业率都一直徘徊在 50 年低点 3.5%左右。相对于初请和续请失业金的人数，非农就业的增加人数仍相对较少，表明美国人重返工作岗位是缓慢的。美国国会预算办公室周四预计，到今年年底前，美国的失业率都将保持住在两位数以上。失业率保持高位将首先冲击的市场需求，现在已经有大量数据表明，需求端的恢复速度明显不及供给端，以致出现了市场价格的通缩。

1.2 6 月制造业和非制造业 PMI 均回升，经济动能增强，预计二季度经济将实现正增长

国家统计局 6 月 30 日发布的制造业和非制造业采购经理人指数（PMI）显示，复工复产下国内经济生产秩序加快恢复，6 月综合 PMI 录得 54.2，较 5 月提高 0.8 个百分点，其中制造业 PMI 录得三个月高点 50.9，回升 0.3 个百分点；非制造业 PMI 录得七个月高点 54.4，回升 0.8 个百分点。6 月 PMI 均超出市场预期。PMI 连续位于枯荣线之上，且两大产业加速扩张，经济动能增强，预计二季度中国经济在上季度大幅萎缩后将重新回归正增长区间。

图 5：6 月综合 PMI54.2，制造业和非制造业 PMI 均回升（%）



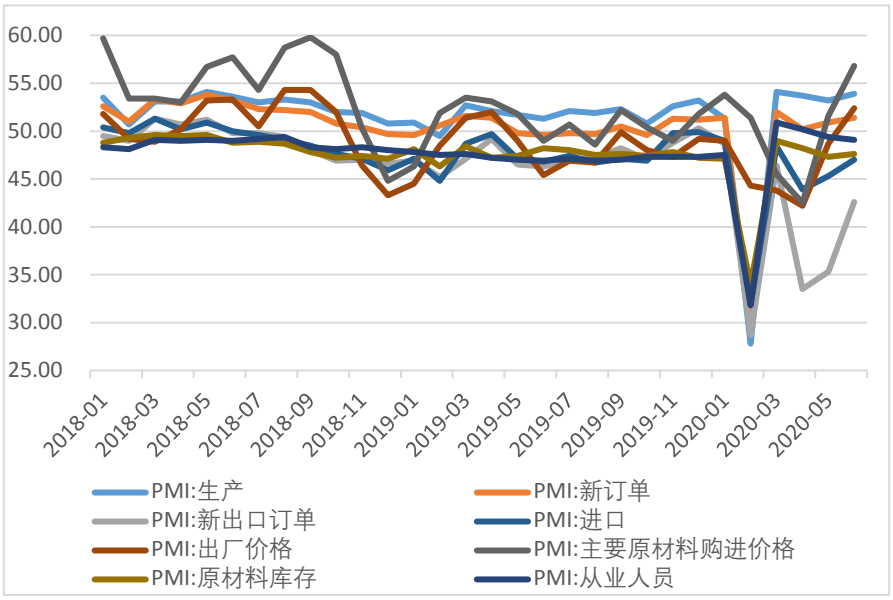
资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

从制造业 PMI 各项指数看，大部分指数均出现好转，生产与内外需求均改善。6 月生产订单指数 53.9，较 5 月回升 0.7 个百分点，但新订单指数 51.4，回升 0.5 个百分点，表明供需状况都有改善，但需求的改善不及供给；因为海外疫情影响，衡量进出口情况的两个主要指数仍处于收缩区间，但收缩幅度正在收窄，新出口订单指数和进口指数录得 42.6 和 47，分别较 5 月回升 7.3 个和 1.7 个百分点。

价格指数有所回升，预计 6 月 PPI 将触底反弹。石油加工、钢铁、有色等上游行业价格指数均升至 60 以上高位，导致两个主要价格指数大幅回升，原材料购进价格指数和出厂价格指数录得 56.8 和 52.4，分别回升 5.2 个和 3.7 个百分点，这预示着 6 月生产者物价指数（PPI）或将触底反弹，5 月 PPI 当月同比下降 3.7%，连续四个月回落；原材料库存指数录得 47.6，回升 0.3 个百分点，表明企业继续去疫情期间堆积的库存，但速度放缓。

从业人员指数回落 0.3 个百分点至 49.1，已连续三个月回落，说明就业情况并不乐观，稳就业的压力依然较大。

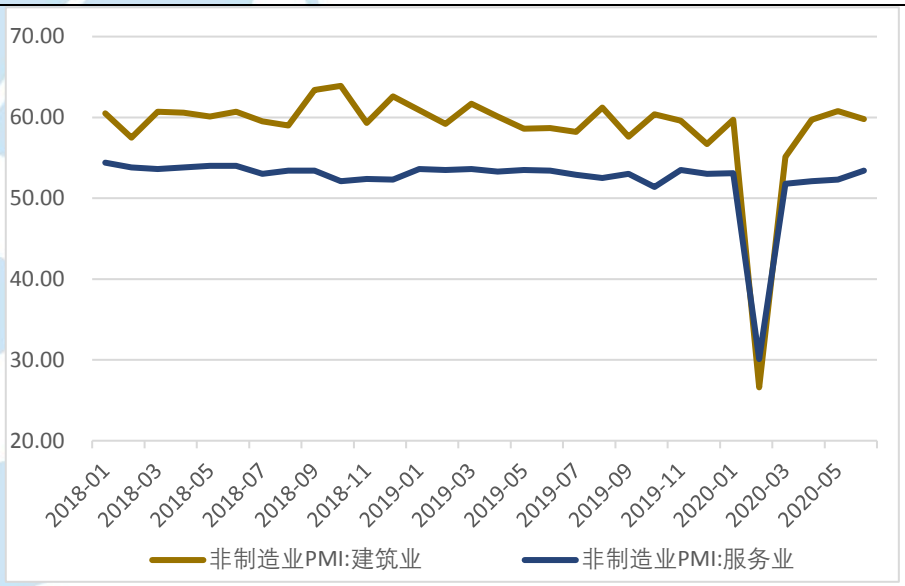
图 6：制造业 PMI 多数分项指数均上升（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

非制造业受疫情冲击程度大于制造业，但 6 月改善幅度要明显好于制造业。受益于政府的扶持政策，6 月服务业多数行业恢复加快，其中交通运输仓储和邮政业、信息传输软件和信息技术服务、金融业恢复较明显，PMI 指数处于 59 及以上，拉动服务业商务指数录得 53.4，较 5 月回升 1.1 个百分点，而服务业新订单指数为 52.3，比上月上升 0.6 个百分点，表明市场信心增强，服务业需求继续释放。不过，部分服务行业复苏仍然存在困难，文化体育娱乐和居民服务业商务活动指数仍位于临界点以下。建筑业工程量稳步增长，6 月商务活动指数即使回落 1 个百分点至 59.8，但仍连续三个月高于 59。

图 7：非制造业加速恢复，尤其是建筑业（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：央行本周实现净回笼 4950 亿元，资金面先紧后松，隔夜利率周五跌破 1.5%，资金面料延续宽松格局。

1）央行的公开市场操作：本周实现净回笼 4950 亿元

本周，央行未开展逆回购操作，每个工作日均有逆回购到期，全周累计净回笼 4950 亿元。下周（7 月 6 日至 7 月 10 日）央行公开市场有 2900 亿元逆回购到期，其中周一到期 1800 亿元、周二到期 1100 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	-400	-900	-1800	-700	-1100
7 天	0	0	0	0	0
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）365D	0	0	0	0	0
MLF（回笼）366D	0	0	0	0	0
央行票据 3 个月	-50	0			
净投放	-450	-900	-1800	-700	-1100

资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2）资金面的复盘：资金面先紧后松，隔夜利率周五跌破 1.5%

本周资金面先紧后松，周二为上半年最后一个交易日，也是本周资金利率高点，非银押利率的隔夜资金价格一度升至 5%-6%的区间，资金价格自周二后全面下跌，季末财政投放资金到位，叠加政府债券缴款后资金回流至银行间，助力流动性供给充裕，周五隔夜利率跌破 1.5%，七天期价格亦稳定在 2%下方。

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	1.0635	2.2994	2.0271	1.7668	1.4065
	R007	2.7979	3.0519	2.2721	2.0633	1.8570
	R014	2.6594	2.9490	2.3852	2.2902	2.0027
	R021	2.2724	2.0581	1.9970	1.8805	1.8279
	R1M	2.3911	3.4848	2.1673	2.2309	2.1964
上交所协议回购	206001	4.6070	6.1760	4.2500	4.7930	4.7900
	206007	5.1220	4.9210	4.9020	4.0660	4.1570
	206014	4.8570	6.1600	5.4800	5.2670	5.5500
	206021	4.9400	5.8640	5.7770	5.0120	5.4920
	206030	6.2760	6.3010	5.6670	5.4380	5.4870
利率互换定盘：1Y	FR007	2.1177	2.1485	2.1388	2.1318	2.1300

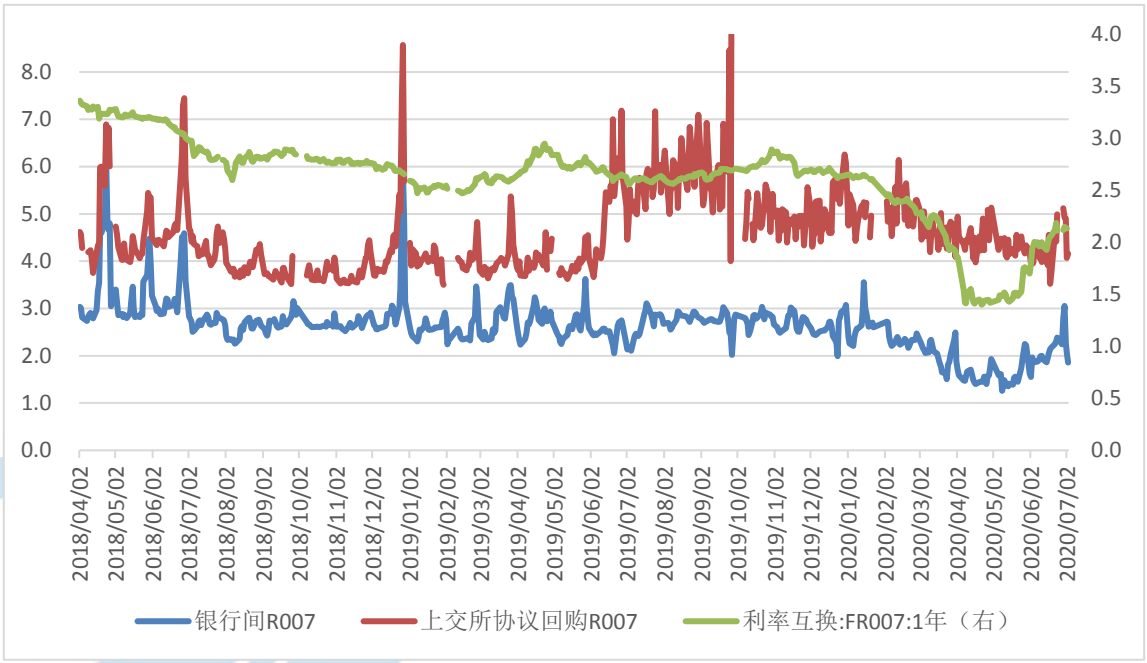
资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

3）资金面的展望：7 月为缴税大月，短期流动性缺口或较大，预计积极财政政策将要发力，短期流动性“补水”效果或较为明显。

展望三季度流动性，在复产复工仍需持续推进、疫情存在局部反复的风险、宏观经济面临较大不确定性的背景下，预计三季度流动性整体收紧的可能性不大，央行仍将保持流动性合理充裕。从短期流动

性需求看，6 月中旬至 7 月底，将有 1 万亿元特别国债集中发行，加之 7 月向来是缴税大月，短期流动性缺口或较大。在常规流动性供给方面，考虑到三季度政府债券持续缴款带来的短期流动性需求，逆回购操作或将常态化。另外，考虑到随着复产复工持续加速，预计积极财政政策将要发力，短期流动性“补水”效果或较为明显。

图 8：本周资金面先紧后松（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析：债券收益率继续上行，当前收益率水平下，做多债券的胜率有所提高

1）利率债走势复盘：央行冷对跨季，周期板块强势上涨，双重打击债市，长债收益率上行

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 TF2009 价格为 101.5550，较上周下降 0.04%。10 年期国债期货主力合约 T2009 价格 99.9650，较上周下降 0.18%。2 年期国债期货主力合约 TS2009 价格为 101.1850，较上周下降 0.01%。

本周长债收益率依然在震荡中上行，周一周二跨季前最后两个交易日，央行未开展逆回购操作，自然净回笼，跨季资金紧张，资金价格恐慌式上行，押利率债的隔夜成交在 5%-6%区间，央行一改过去两年对跨季资金面的呵护态度，进一步打击了债市的情绪，周二央行下调再贷款再贴现利率使得债市获得片刻喘息，长债收益率在周二短暂下行之后，随着下半周权益市场的高歌猛进，特别是地产及周期板块的上涨，在央行对待跨季的态度以及地产、周期板块的强势上涨大双重打击之下，长债收益率再度上行，全周，10 年国债活跃券 200006 上行 3.25BP 至 2.8975%，10 年国开债活跃券上行 3.5BP 至 3.205%。

图 9：本周 10 年期国债收益率上涨（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2）利率债展望：央行下调再贷款及再贴现利率虽不直接利好债市，但传递了货币政策的主要方向仍是引导广谱利率下行的信号

对于货币政策来说，虽然针对疫情冲击单纯保增长的阶段过去了，但客观上经济下行压力还在，这决定货币政策的主要方向还是逆周期调节，所以本周央行降低了再贷款再贴现利率。央行调降再贷款再贴现利率，体现了完善支持实体融资货币政策工具、引导实体融资利率下降的意图，银行负债端成本小幅下行，但整体而言，对于银行融资成本的节约程度、对于贷款利率下行的引导效果可能均有待观察。

对于债券市场而言，当前，市场对于货币政策进一步宽松的预期较弱，尽管再贴现利率的变化对于债券市场的直接影响有限，但货币政策仍然将持续引导利率下行的信号对于当前的市场而言无疑从情绪上能起到较为明显的提振作用，央行旨在引导广谱利率继续下行，这也意味着继续降低逆回购、MLF 利率，仍可期。

自五月下旬以来，关于流动性预期的变化一直是主导债市波动的主要原因。经过近一个月的调整，加上央行在货币政策例会上传达的信息，市场对资金利率的预期将逐步收敛，流动性的冲击对债券市场的影响已趋近尾声。10 年期国债短期向上大幅突破 2.9%的概率并不高，做多债券的胜率已经有所提升。在这样的背景下，投资者可以适当增加对债券的配置力度。

2.3 存单与信用债分析：

1）一级市场发行：信用债与存单发行量和净融资量均小幅减少

本周同业存单发行量较上周有所下降，本周存单发行量约 2,867.50 亿元，较上周发行量下降 1.27%。本周存单到期量为 1,897.90 亿元，较上周到期量下降 24.06%。

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 1,136.92 亿元，较上周环比下降 14.46%。

2） 二级市场走势及信用利差：信用债收益率各等级及各期限收益率均下跌

各期限存单收益率均下降，1M 存单收益率较上周下降 74.80bp，3M 期存单收益率较上周下降 31.26bp，6M 期存单收益率较上周下降 11.99bp，9M 期存单收益率较上周下降 6.57bp。

信用债二级市场方面，信用债各等级及各期限收益率均下跌，AAA 级 1 年期、AAA 级 3 年期、AAA 级 5 年期较上周分别下跌 1.15bp、下跌 2.83bp、下跌 0.58bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别下跌 2.15bp、下跌 3.85bp、下跌 2.58bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别下跌 2.15bp、下跌 3.83bp、下跌 5.27bp。

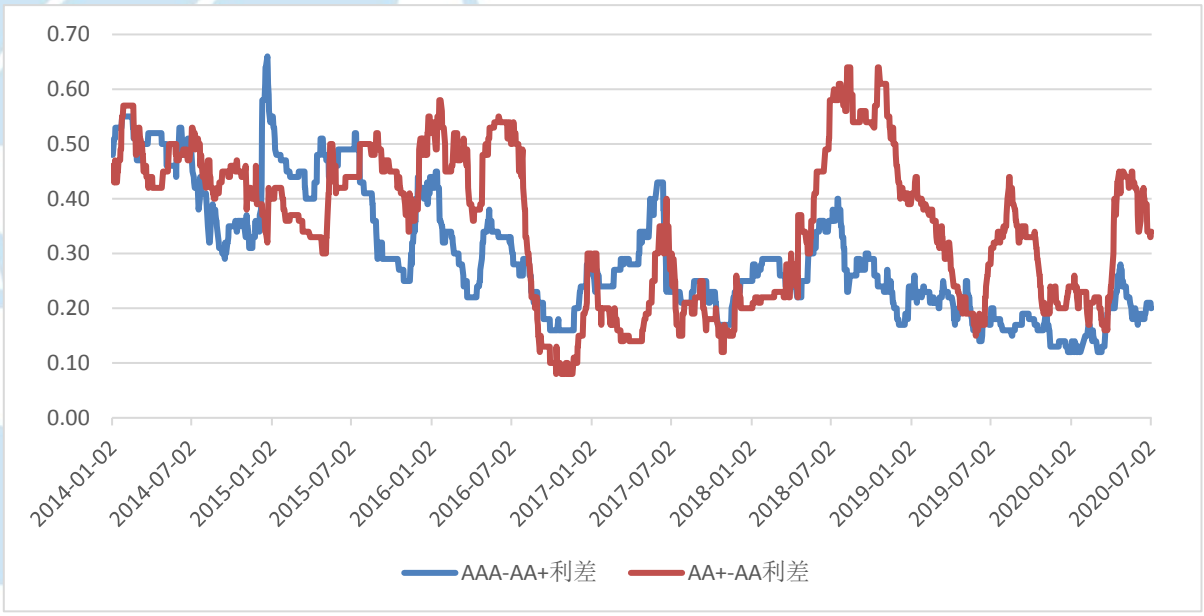
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	2.706	5.80%	-1.15
信用债(AAA)：3 年	3.1712	13.70%	-2.83
信用债(AAA)：5 年	3.681	18.60%	-0.58
信用债(AA+)：1 年	2.876	5.90%	-2.15
信用债(AA+)：3 年	3.371	11.60%	-3.83
信用债(AA+)：5 年	3.961	18.30%	-2.58
信用债(AA)：1 年	3.166	9.70%	-2.15
信用债(AA)：3 年	3.711	11.00%	-3.83
信用债(AA)：5 年	4.341	15.10%	-5.27

资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

本周，高评级信用利差收窄，AAA 与 AA+信用利差较前周收窄 1bp 至 20bp，AA+和 AA 之间的利差较前周无变化。

图 10：高评级信用利差收窄（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2.4 可转债分析：转债市场随权益市场上涨，估值调整后配置性价比上升

1）可转债的走势复盘：权益市场呈现走强态势，带动转债市场上涨，券商转债表现亮眼

本周权益市场继续强势、放量大涨，上证指数本周上涨 5.82%，深证成指本周上涨 5.25%，创业板指本周上涨 3.36%，中小板指本周上涨 5.37%，两市成交额连续两日超万亿元，券商股再掀涨停潮。可转债市场本周随权益市场上涨，本周上证转债上涨 4.09%至 320.29，深证转债上涨 4.70%至 253.27，中证转债上涨 4.27%至 358.00，受到本周权益市场上涨的带动，高评级偏股型可转债相对占优，整体来看转债市场表现弱于权益市场。其中，振德转债、浙商转债、龙蟠转债、东财转 2、克来转债等涨幅居前，凯龙转债、广电转债、新天转债、横河转债、盛路转债等跌幅居前，近期牛市带动券商转债大涨，但牛市行情下资金从高价格、高溢价率的转债抽离，引发双高转债价格回落。一级方面，本周有七只新债发行，分别是瑞达转债、本钢转债、海容转债、美联转债、胜达转债、道恩转债、瀛通转债。

从近五年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，本周转股溢价率继续下跌，隐含波动率在前四个交易日震荡下跌后在周五受到权益市场的带动迎来小幅上涨。转债市场整体估值水平继续回调，转债配置价值提升。

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、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2）可转债的展望：转债市场估值水平偏低，有望继续受到权益市场带动，建议关注科技、内需、周期和大金融板块

一季度受国内疫情影响，上市公司盈利情况触底，随着国内复工复产的全面展开，盈利状况有所修复，二季度海外疫情持续扩散，对产业链需求端或供给端在外的上市公司盈利产生影响。展望下半年，经济逐季修复已经较为确定，逆周期政策和货币政策仍利好权益市场，另外，理财收益率持续下行或将加速居民资金流入股市，利空方面，三季度上市公司半年报陆续披露，海外疫情影响将有所显现，中美关系或在美国大选前后有所变化。

近期权益市场持续呈现走强态势，有望继续带动转债市场，同时转债市场经历 5 月以来的估值调整后性价比回升，配置价值升高。整体看，疫情有所控制，经济触底回升等对权益市场构成利好。对应到转债行业布局方面，建议关注三条主线：（1）科技板块，信息技术创新和国产替代背景下，科技行业景气度持续提升，关注消费电子、5G 基建、工业互联网、新能源汽车等相关行业转债；（2）内需板块，两

会政府工作报告强调要坚定实施扩大内需战略，特别国债和专项债陆续发行，内需相关行业基本面边际修复，关注如汽车、家装家居、商贸社服、公路物流、环保电力等行业的相关转债；（3）周期和大金融板块，本身转债个券绝对价格和估值均不高，可左侧布局，此外，周期行业和大金融行业正股存在估值切换逻辑。

三、主要资产价格分析

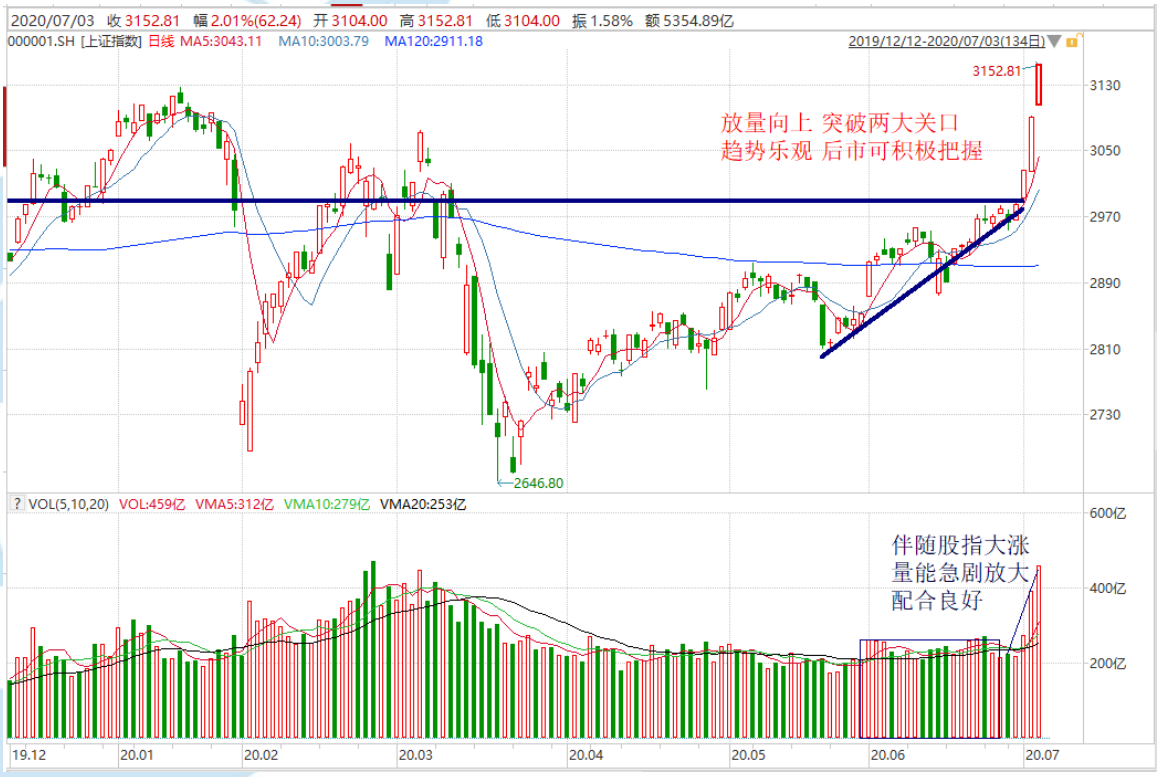
3.1 权益市场分析：股指放量突破，市场趋势乐观

1) 权益市场走势复盘：本周 A 股放量上涨，金融及地产补涨

本周市场迎来 7 月开门红，也是三季度开门红：沪深两市双双放量大涨，上证指数力克 3000 点和 3100 点两大关口，最终收于 3152 点，全周累计上涨 5.81%；同期深圳成指和创业板指分别上涨 5.25%和 3.36%。量能配合良好：伴随股指突破重要关口，市场量能急剧放大，周内两市合计成交 4.63 万亿元，周四周五两日均突破万亿成交。

盘面上，周内券商板块连续冲击板块涨停，地产、保险、汽车等低估值板块联袂放量大涨，赚钱效应明显；主要股指纷纷创出 1 月份以来新高，趋势上呈强势突破之势，人气大涨，市场热度被充分激活。结构上，金融地产补涨使得之前市场的结构性机会有望向牛市发展，良性的轮动有望让行情走的更远。下一步观察成交量和开户数指标，如果能出现连续环比上升将是牛市确认信号。

图 12：股指放量突破 市场趋势乐观



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

本周，美股经历短暂回调后，以大幅上涨之势开启了新的一周。受宏观经济数据好于预期以及美联储宣布开放一级市场公司信用便利工具（PMCCF）提振，三大股指本周均显著上涨，道指本周周涨

1.50%，报 25827.3600 点。纳指报 10207.6300 点，本周周涨 3.01%，标普 500 指数报 3130.0100，本周周涨 2.61%。

美联储宽松政策再度加码 流动性增加助长市场乐观情绪，美联储周一宣布，一级市场公司信用便利工具（PMCCF）于 6 月 29 日正式向公司开放，并持续至 9 月 30 日。两周前，美联储宣布了启用二级市场信贷工具（SMCCF）。相较于二级市场信贷工具只能影响资产的价格，通过市场传导为公司提供支持，从本周开始，纽约联储将通过一级市场信贷工具直接为企业提供资金。近期公布的部分美国宏观经济数据好于预期，也是助推本周美股上涨的一大动力。

然而，新冠肺炎疫情仍在为美国经济复苏带来新挑战。经济重启带来了支出和就业人数的上升，但疫情限制措施的放松同时也带来了新冠肺炎感染人数的快速增长。随着美国进入大规模复工复产的节奏，多个州有可能面临疫情二次暴发的风险。美股此轮上涨根基并不牢靠。当前的反弹在很大程度上遵循了“历史上最大的熊市反弹”的轨迹。根据历史数据，标准普尔指数有望在今年 8 月到明年 1 月回到 3300 点至 3600 点之间，但这种轨迹也暗示着，熊市反弹之后的股市会跌入新的低点。

图 13：美股三大股指均上涨



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2）权益市场展望—趋势乐观 重点关注绩优价值 兼顾核心成长

展望后市，国内宏观经济持续恢复，货币政策维持宽松，权重板块的低估值，有望支撑市场不断向上拓展空间。市场情绪乐观背景下，A 股正迎来投资良机。

6 月制造业 PMI 50.9%，较前值上升 0.3%，连续第四个月处于荣枯线之上。在疫情控制良好的情况下，复工复产基本恢复，随着 “六稳” “六保”政策推进，财政政策发力，稳住基建、刺激内需，投资和消费有望得到改善，经济修复趋势有望延续。

流动性方面，整体仍将延续宽松。央行决定于 2020 年 7 月 1 日起下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点至 2%。为提振经济，后期央行还将不断引导市场利率下行，并可能适时降准，以维持宽松环境。资金利率的持续下行，将对大类资产配置产生重大影响，持续提升权益资产的吸引力。

当前 A 股仍处于全球估值洼地，尤其是权重蓝筹板块，吸引大量海外资金配置。上半年 A 股吸引陆股通北向资金净流入高达 1181.51 亿元，7 月 1 日和 2 日再分别净流入 171 亿元和 155 亿元。在金融市场开放的背景下，还将有更多资金关注 A 股市场。

综合而言，官方制造业 PMI 回升显示经济继续缓步回升，央行下调再贷款和再贴现利率有助于稳定市场对于未来流动性的信心，创业板注册制的实现、大券商的合并等体现出资本市场改革红利开始兑现。我们对市场趋势保持乐观。

建议保持积极投资，短期重点关注绩优价值，兼顾核心成长。优质价值型公司：估值处于低位，估值低、股息高、安全边际高，同时受益于经济持续修复和无风险利率的不断下行。板块方面，看好可选消费在接下来一段时间的表现。核心成长：具备自主核心技术、产品可进口替代的硬核科技龙头，仍将是中长期行情主线，可以继续优选强势标的。

同时提示，适当注意以下风险点：A 股结构性高估与 7 月份解禁高峰、海外疫情形势和中美关系摩擦、半年报业绩下滑等风险。科创板整体估值高于创业板，而第一批科创板公司在上市一年后即将解禁，时间将集中在 7 月下旬。估值高企叠加解禁高峰，短期局部回调风险仍需重视。

3.2 黄金市场分析：投资者对经济复苏的担忧超过乐观数据带来的情绪提升，金价仍实现连续四周上涨

周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日下跌 4.55 美元，或-0.26%，收报于 1772.9 美元/盎司，全周累计上涨 1.45%。周四（周五是美国独立日，黄金休市一天），美国 COMEX 黄金期货结算价上涨 10.1 美元，或 0.57%，收报于 1790 美元/盎司，全周累计上涨 0.54%。

图 14：本周金价继续上涨（美元/盎司）



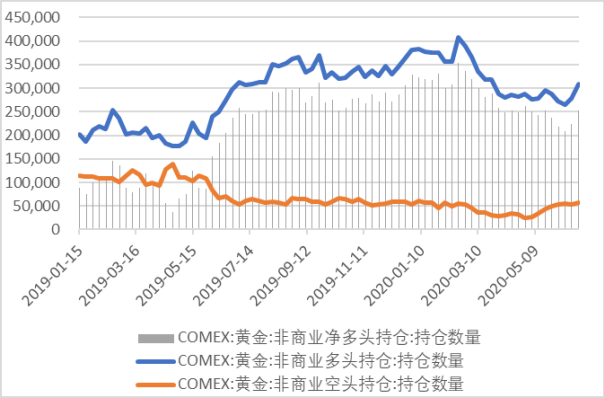
资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

即使本周一些国家发布的经济数据显示经济正在有力恢复，但近期美国、巴西、印度等国家新增病例大幅增加，导致投资者担忧未来全球经济将遭受新一轮的冲击会复苏时间比预期要长，避险情绪有所提升，使得金价本周继续上涨，金价已连续上涨四周。中国国家统计局上周日公布的企业利润数据显示，5 月规模以上工业企业利润实现六个月以来同比增长，中国经济动能正显著恢复，同时公布的 6 月制造业和非制造业 PMI 先行数据均超预期回升，经济复苏加快恢复。欧盟公布的数据显示，随着所有行业

情况改善，欧元区经济信心 6 月进一步回升。美国周四公布的 6 月非农就业人数创历史记录的增加 480 万，远超出市场预料，显示美国经济及劳动力市场已经改善，经济正从疫情造成的底部反弹。

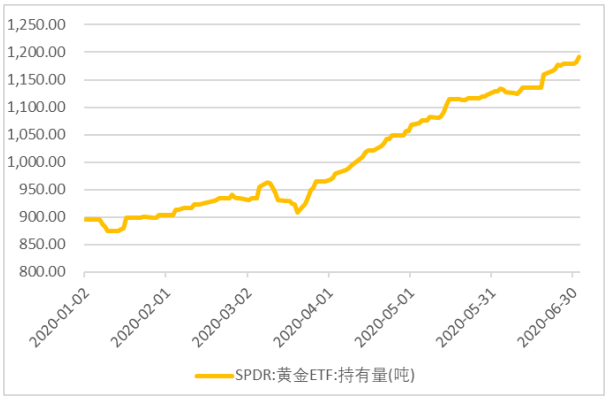
投资者对近期疫情的反弹耿耿于怀，担心疫情加速传播可能会打击经济复苏的希望，从周四金市的表现可以看到这一点。周四，尽管美国劳工部公布了强有力的 6 月非农和失业率数据，通常情况下这会被投资者认为是一个积极的信号，其避险需求将下降，金价也会下跌，但结果当天金价却逆转下跌走势小幅上涨，当天美股也只是上涨不超 1%，这突出反映了投资者对疫情反弹的担忧。美联储主席鲍威尔周一指出，经济前景“非常不确定”，将取决于病毒能否得到控制和政府支持经济复苏的努力。周二，金价曾一度冲高至每盎司 1800 美元之上的八年高位，然后回落，近两个交易日主要在此高位下方交投。另外，COMEX 非商业黄金（净）多头持仓量已连续三周增加，截至 6 月 2 日当周，黄金净多头持仓量较上周增加 2.76 万手，为今年以来增加最多的一周；全球最大的黄金上市交易所交易基金（ETF）SPDR Gold 的持金量本周也增加 12.57 吨至 1191.47 吨，为 2013 年 4 月以来最高。这反映出投资者的避险情绪仍较高，对近期经济复苏能否持续持一种怀疑态度。

图 15：截至 6 月 23 日当周，COMEX 黄金（净）多头持仓连续两周增加（手）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

图 16：SPDR 持金量持续增加并连创新高（吨）



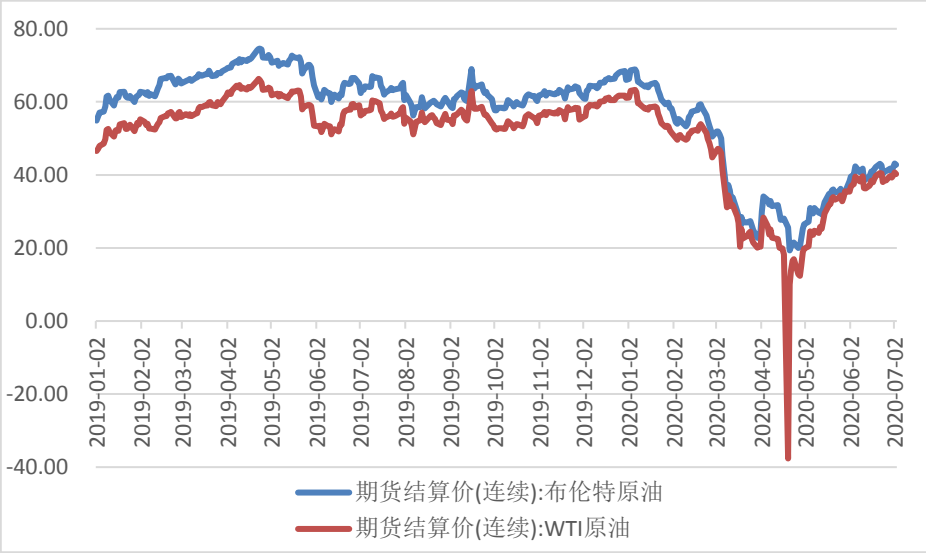
资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

疫情在美国等国家的超预期蔓延，上月 24 日国际货币基金组织 IMF 已大幅下调今明两年全球和大部分国家的经济增长预测，未来经济前景仍不太乐观，经济发展的不确定性还较多。疫情也极易导致国家民族主义和贸易保护主义重新抬头，近期国际政治局势已出现一定的升温，全球经济和贸易复苏的阻力加大。此外，美元兑一揽子货币在保持三个月的高位后已开始出现回落，美元贬值将推动金价进一步上涨，预计金价在短期内将站上 1800 美元/盎司的高位。

3.3 原油市场分析：受乐观经济数据和原油库存连续下降的提振，原油价格上涨，但悲观的疫情数据限制了涨幅

周五，国际基准布伦特原油（Brent）9 月期货合约结算价下降 0.34 美元，或-0.79%，收报于每桶 42.8 美元，全周累计上涨 4.34%；美国基准得克萨斯中质原油（WTI）期货合约结算价下降 0.41 美元，或-1.01%，收报于每桶 40.24 美元，全周累计上涨 4.55%。

图 17：油价本周上涨（美元/桶）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

4 月份以来各国实施的疫情解封措施所带来的经济回暖和原油需求恢复是油价连续上涨的一个重要原因。本周主要国家公布的多项经济数据基本是正向和积极的，显示各国经济正在恢复，这对油价产生明显提振作用。中国国家统计局上周末公布的企业利润数据显示，中国 5 月规模以上工业企业利润实现六个月以来同比增长，表明中国经济的动能正在复苏，同时中国周二公布对 6 月 PMI 先行数据显示经济复苏速度正在加快。欧盟周一公布的数据显示，随着所有行业情况改善，欧元区经济信心 6 月进一步回升。美国周四公布的 6 月非农就业人数增加创历史记录的 480 万，超出市场预料，说明美国经济恢复和劳动力市场改善。

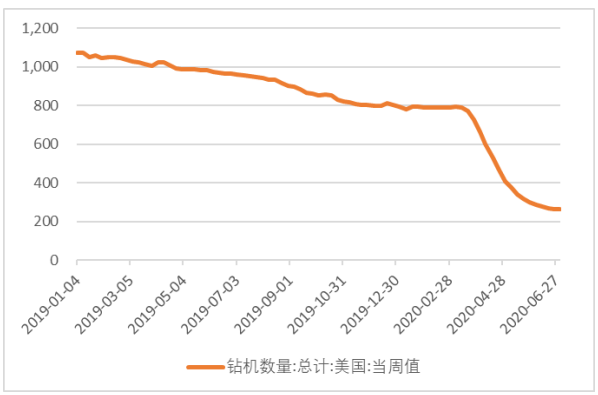
同时，美国原油库存从创纪录高位连续回落也提振了原油价格。美国石油协会（API）周二公布的原油库存数据显示，截至 6 月 26 日当周，原油库存下降 820 万桶至 5.37 亿桶，远大于市场预期。另外美国能源信息署（EIA）的库存数据也出现了下降，较上周减少 720 万桶至 5.33 亿桶，此前此数据曾连续三周上升并触及纪录高位。

全球和美国新增病例本周连创新高，美国一些州在新增病例数激增后重新实施了限制措施，投资者对出现第二波感染的担忧令油价涨幅受限。美国周四报告新增病例数超过 5.5 万例，刷新了全球单日增幅纪录，这导致周五油价明显受压，下跌约 1%。

图 18：美国原油库存下降（千桶）



图 19：美国石油和天然气钻机数首次增加（座）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

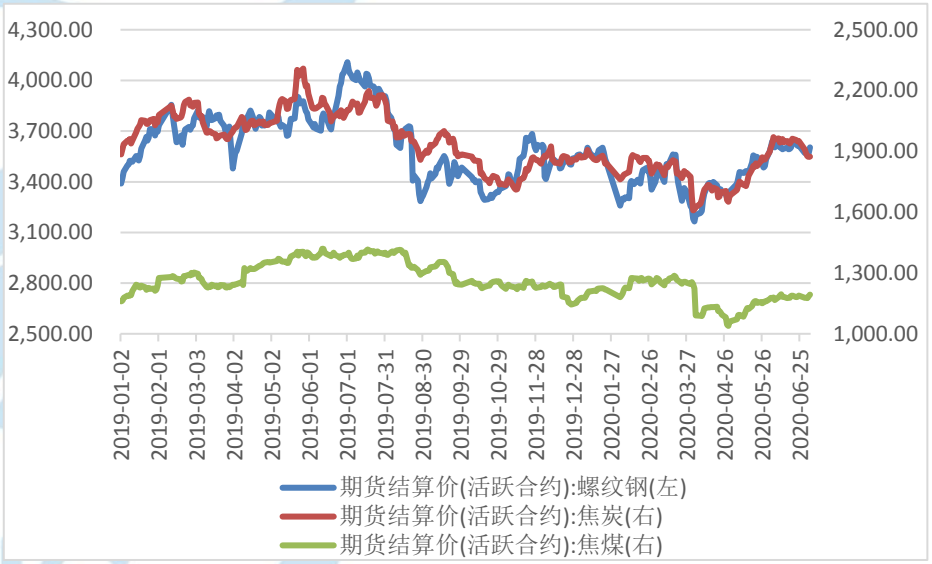
资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

受需求回升的影响，短期内油价还将上升，但涨幅仍然不大，主要原因如下：一是全球及美国等主要国家疫情仍然较重，近期新增病例较多，阻碍了经济重启的复苏和预期；二是 OPEC+达成的减产协议不稳定，由于一些 OPEC 产油国过去两个月内没有达到减产目标，本周沙特威胁要发起一场石油价格战，除非欧佩克其他成员国为之前未遵守该组织减产举措做出弥补，沙特的这一强硬立场有可能在 OPEC 内部引发新的冲突。同时俄罗斯能源部长诺瓦克周四表示，OPEC+产油国预计将从 8 月开始可能削减当前执行的减产幅度，减产幅度可能从现在的 970 万桶/日缩小至 770 万桶/日，这将对油价产生不利影响。因此，我们预计短期内油价将在每桶 40-50 美元之间震荡波动。

3.4 黑色产业链分析：受近期天气异常导致下游房地产业和基建项目建设受阻的不利影响，本周黑色系产品价格走势分化

本周，螺纹钢 10 期货主力合约结算价较上周每吨下跌 12 元，或-0.33%，收报于 3603 元/吨；焦炭价格则每吨大跌 76.5 元，或-3.92%，收报于 1874.5 元/吨；焦煤价格每吨上涨 4.5 元，或 0.38%，收报于 1193 元/吨。

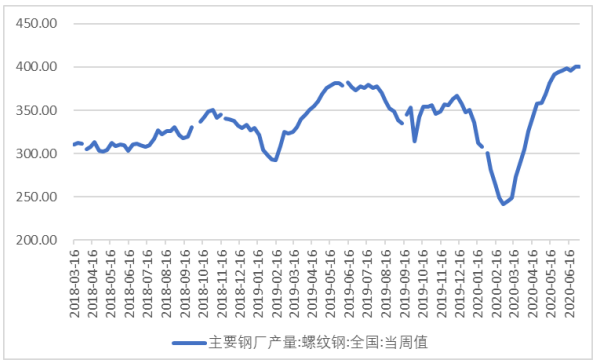
图 20：黑色产品价格出现分化（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

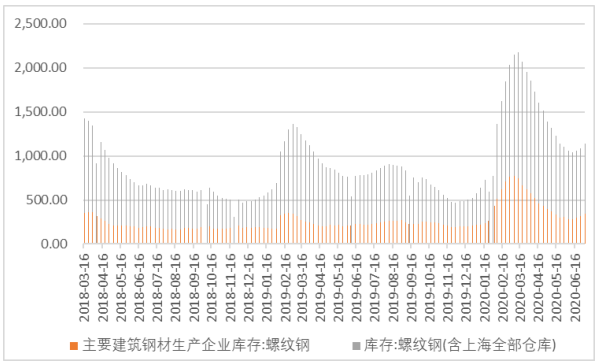
本周黑色系产品价格走势分化，螺纹钢价格周一大跌后继续探底，但周五又大幅回升，重心与上周基本持平，我们认为主要原因还是近期天气原因导致房地产也和基建项目对螺纹杆需求偏弱导致的，而焦炭合约价格出现明显回落，焦煤价格上涨幅度不大，使得螺纹钢单位利润有所改善。由于需求不足，本周螺纹钢产量 400.75 万吨，环比增加 0.44 万吨，继续刷新历史新高，但增幅已大幅放缓；钢厂库存 343.6 万吨，增加 22.82 万吨，社会库存增加 29.41 万吨，合计总库存 1140.9 万吨，环比增加 52.23 万吨，已连续第三周库存增加。按此计算，螺纹钢的表观消费量继续减少至 348.52 万吨。7 月唐山地区有限产政策，对螺纹钢的开工和产量产生压制，且南方洪涝之后项目重启预期，都将对螺纹钢价格形成一定支撑，但生产原材料焦炭价格下滑及供需格局仍偏松，令螺纹钢价格仍承压，难有大幅上行机会，应警惕调整压力。

图 21：螺纹钢周产量增幅明显放缓（万吨）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

图 22：螺纹钢总库存（厂库+社库）连续三周增加（万吨）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

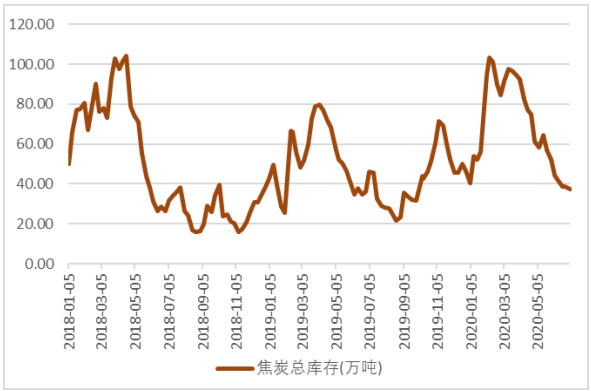
受近期山东去产能政策的提振，现货价格已连续六轮提涨，焦企生产积极性较高，但无奈下游钢厂消费需求的预期下降，引起本周焦炭价格继上周下跌 0.6%后继续大幅下降近 4%。本周内周焦企高炉开工率 73.72%，环比上升 0.82 个百分点；近期焦炭库存下降幅度也明显放缓，本周焦炭库存从 38.59 万吨下降至 37.5 万吨，远小于 4-6 月份的每周降幅。焦炭近期连续跌破短期均线、1950、1900 和 40 日线，头部信号明显，短期下行风险较大。焦煤价格因产地供给政策和国外进口政策双双收紧而出现连续回升，但回升幅度都不大，价格在 1170-1210 元/吨的区间内震荡整理，建议观望。

图 23：焦企开工率 2 月以来持续上升（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

图 24：焦企焦炭库存持续下降（万吨）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

3.5 人民币兑美元汇率分析：本周人民币兑美元汇率整体上涨，美元指数震荡回落

本周，人民币兑美元汇率中间价报 7.0638，较上周上调 0.12%。即期汇率报 7.0680，较上周下调 0.09%。

本周，因美元指数震荡回落，人民币兑美元汇率中间价，整体较上周上调 0.12%。美元指数周五 97.1846，周跌 0.32%，主要原因为美国经济数据总体稳健，削弱了美元作为避险货币的吸引力。

短期看，美国新冠病毒病例持续增长依然是影响美元指数的关键因素，与此同时，美国也努力持续推进经济重新开放，有关病毒疫苗的消息也受到关注。和往常一样，广泛的风险偏好趋势和无所不在的中美贸易消息仍是美元短期走势的主要驱动力。一轮接一轮的避险情绪支持着投资者青睐作为避险货

币、全球储备货币和价值储存手段的美元，因此美元立场依然积极。不过，美联储正在实施的刺激计划可能会限制美元的上行空间。

展望下半年，虽然贸易形势等因素可能对汇市情绪造成冲击，但人民币内生的贬值压力不强。汇率对货币政策的掣肘有限，在经济复苏仍然面临挑战的环境下，人民币汇率可能继续保持弹性。在美元指数今年以来累计上涨了 1.3%后，考虑到美元估值偏高、美国相对其它经济体的增长优势却在减小、美国与其它经济体利差收窄以及下半年全球经济复苏，风险偏好修复等，预计美元下半年走势偏弱，人民币汇率预计总体运行区间保持在 6.9-7.2。

图 24：人民币兑美元汇率中间价本周上调



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 25：美元指数震荡回落



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

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	全球市场进入无限制宽松格局。国内央行为支持实体经济不断引导市场利率下降，债市收益率也随之不断下行；利率不断走低背景下，红利价值型公司（高股息个股）吸引力不断加大；将受益于市场从成长风格向价值风格切换的投资机会。港股股息率在全球领先，并显著高于 A 股股息率。维持超配评级。A 股重点关注低估值水平的消费公司，以及低估值的金融地产等行业龙头；H 股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	国内经济正在持续恢复，优势的中小成长企业有望恢复成长轨道；年初市场情绪驱动中小成长股估值偏高，随着近期市场情绪回落，短期估值水平有所回落；IPO 和再融资延续高速发行，股票供给面仍存压力。上调评级为标配，重点关注估值合理、在疫情后成长快速恢复的公司。

	金融	超配	金融板块估值处于历史极低水平，尤其是银行、保险及地产类龙头公司，业绩平稳可期、股息率高企，在市场资金利率不断走低的背景下，长期配置价值更加明显；国内金融开放持续推进，金融供给侧改革不断深入，直接融资比重将持续提升，券商长期受益，龙头公司迎来发展新契机。考虑到，可能受益于市场从成长风格向价值风格切换的投资机会，短期上调评级为超配。
	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，可望获得持续的高成长；年初市场情绪驱动下，优质科技股估值偏高。维持标配评级，建议在估值水平回落后增加配置。重点关注具备核心技术实力的硬核科技公司。
	消费	标配	消费已成为国内经济增长的核心驱动力，大消费是最具持续性增长的领域；随着国内居民收入提升，达到或接近中等发达国家水平，购买力逐步释放，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；面对全球疫情扩散下的外需压力，内需刺激政策更显迫切性，利好消费板块。部分消费股受到市场追捧，资金涌入过于拥挤，短期估值提升过快一定程度上透支未来空间。适当注意部分公司估值隐忧，评级调整为标配。
固收	现金类资产	标配	在当前全球金融市场波动均加大的情况下，避险资产也受到一定程度的流动性冲击，可增配一定流动性好的现金类资产。
	长端利率债	标配	十年国债利率在 2.89%位置，从胜率、赔率的角度上，加上“进一步通过引导贷款利率和债券利率下行”要求背书，开始具备一定的价值，中期上有顶、下有底，向下预计 2.7%以下空间有限，向上短期超过春节前一天 3.0%的概率较小，未来三个季度的高点预计不超过 3.2%。基本面仍是债市的地心引力，目前的调整与基本面同向但不同步，但是本轮利率低点大概率已现，反弹更多应以交易思维参与。
	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	超配	在当前的环境下，各价位的转债估值仍难言到底。反映到策略上，对于高估值的转债品种仍需要谨慎对待。在近期的择券过程中，可以在估值相对温和的品种中挖掘优质个券，而对于估值较高的品种，则尽量关注债底保护相对较强的品种，例如前期估值调整之后的银行转债和券商转债。择券上建议更多把握结构性机会，未来一段时间建议关注以下几个方面：（1）医药生物，从中长期来看，城镇化、老龄化都有利于医药生物行业的发展，短期来看，医药消费具有较强的刚性；（2）食品饮料等必需消费和复苏趋势强的可选消费；（3）作为政策调控重点的新旧基建；（4）科技板块的龙头公司，特别是与在线办公、无接触经济相关的领域；（5）受益于政策环境改善（再融资新规、注册制逐步推进）的券商。
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	超配	近期黄金波动略大，但是从中期来看，海外经济面临衰退风险，疫情全球扩散雪上加霜，而美联储紧急降息或意味着全球宽松潮到来，实际利率仍将处于下行区间。金价上涨趋势不改，短期关注疫情变化、石油价格、交易拥挤等扰动因素。

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，金融研究所所长。
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。