

### 摘要

- **PMI: 稳增长政策加强, 尤其是加快实行疫情解封措施, 制造业和非制造业景气度均有提升, 但重回扩张区间需要一定时间。**上海、北京等主要城市逐步解封及复工复产下, 市场景气度有所回升, 5月制造业PMI为49.6, 回升2.2个百分点; 非制造业PMI为47.8, 大幅回升5.9个百分点, 不过两大PMI仍处于萎缩区间, 说明经济改善空间仍存。随着疫情继续好转, 大量支持发展政策出台, PMI数据将延续改善, 预计6月将回到荣枯线附近。
- **资金面分析: 央行公开市场完全对冲到期量, 跨月结束资金价格有所回落; 政府债存加速融资可能, 需关注资金面变化及央行动作。**本周央行公开市场有400亿元逆回购到期, 本周央行公开市场累计进行了400亿元逆回购操作, 因此本周央行公开市场完全对冲到期量。随跨月结束, 资金价格有所回落。资金面大幅波动的可能性不大。但6月政府债融资存在加速可能, 叠加前期降准及上缴利润后央行未再对资金面市场进行大额补充, 届时资金面存在波动增大的可能, 需关注央行相应动作。
- **利率债: 在交易复苏的市场环境下, 债市面临压力, 但是长债收益率的斜率及空间取决于社融及工业生产的修复力度。**从经济基本面来看, 4月社融和经济数据均超预期走弱, 5月疫情已经得到控制, 近期复工复产持续推进, 当前疫情虽然迎来拐点, 但高频数据显示5月消费、地产销售情况等仍未企稳。从政策来看, 近期稳增长政策涉及扩内需、保就业、促消费, 同时各地房地产政策持续放松。即使疫情影响逐渐消退, 我们还是面临经济内生增长乏力和政策刺激之间摇摆, 债市仍将在在评估政策刺激力度和政策效果之间反复, 市场预计是一个迂回曲折的过程。
- **可转债: 权益市场震荡上扬, 可转债近六成录得上涨行情。**关注成长赛道、强股性标的、稳增长政策收益板块、困境反转机会。政策呵护下权益市场情绪转暖、风险偏好回升, 叠加债市结构性资产荒演绎配置需求外溢, 转债投资热度升温但涨幅不及正股, 关注成长赛道、强股性标的、稳增长政策收益板块、困境反转机会。
- **权益市场: 沪深两市稳健上涨, 汽车产业链表现强势。**本周沪指强势上涨, 沪弱深强, 北向资金大幅流入。上证综指最终报收3195.46点。购置税减征细则超预期落地, 关注整车制造商及经销商; 光伏屋顶政策再加码, 关注BIPV的投资机会; 国网发布绿电交易细则, 电力板块再受关注; 九部委联合印发“十四五”规划, 新能源板块全面提振。展望后市, 稳增长政策的实施效果还未在经济数据中明显体现。经济基本面仍不明朗意味着稳增长的交易逻辑还未结束。因此, 围绕政策布局的基建、地产和汽车等方向或成为反弹的主力军。风格方面, 美债收益率对A股风格具有一定的指示作用, 近期美国加息预期已充分兑现, 美债收益率见顶回落意味着对成长股的压制已告一段落, 成长股正迎来配置价值。板块方面, 在国内疫进入尾声的背景下, 可重点关注疫情反转后的消费和制造业板块投资机会。

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号楼中航产融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

- **黄金：美联储坚持加息节奏，美元指数反弹，金价小幅下跌。**金价连涨两周后，本周小幅下跌，主因是美联储主要官员表态坚持鹰派加息政策，同时较好的就业市场数据也提供一定缓冲空间，导致美元指数重新走强。尽管前期金价连续上涨，但反弹力度并不大，说明支撑金价的因素正在减弱，短期金价或重回下跌通道。
- **原油：中美需求回暖拉动油价上涨，但 OPEC+ 承诺增加产量也限制涨幅。**本周国际两大油价震荡走高，美油涨幅大于布油，主因是美国夏季出行高峰期来临，且中国上海、北京等大城市疫情解封，拉动原油需求回升，不过 OPEC+ 下月开始增加产量，也限制油价涨幅。我们认为，市场对美国经济下滑担忧减小，以及中国大城市解封，继续对油价产生拉动作用，短期油价有望延续涨势。
- **黑色产业链：稳增长会议释放积极信号带来市场投机情绪高涨，支撑黑色系商品价格大幅反弹。**短期经济下行压力较大，房地产等行业需求疲软，稳经济政策不断加码，市场投机情绪明显改善，螺纹钢价格上涨，后续仍需关注疫情减缓后的复工复产情况，预计钢价将继续震荡向上。稳经济政策下，国内资本市场震荡上行，作为炒作主要标的的双焦价格暴涨，后续双焦基本面预计会有一定改善，关注市场逻辑从政策面和消息面转向基本面落地的投资机会。
- **人民币兑美元汇率分析：就业数据支撑及美联储官员发言引导下，本周美元指数走强，人民币兑美元币值反弹。**本周美元指数波动上行。本月美联储正式开始缩表操作。本周美国多项 5 月份宏观数据公布，整体来看在通胀问题仍存，美联储进入紧缩周期后，美国经济增长势头有所弱化，但显现出一定韧性。本周多位美联储官员发言，基本支持在 6 月份及 7 月份加息 50BP，小部分官员认为 9 月份是否加息仍有待观察，但大部分官员认为应仍需持续加息至利息水平回归至中性。经过前期大幅贬值后，本周人民币兑美元币值有所反弹。

风险提示：货币政策超预期收紧 信用风险集中爆发



AVIC



目录

一、 本周重点经济数据分析.....	4
1.1 经济数据.....	4
1.2 每周要闻.....	6
二、 固定收益市场分析.....	6
2.1 资金面分析.....	6
2.2 利率债走势分析.....	8
2.3 存单信用债分析.....	9
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.....	17

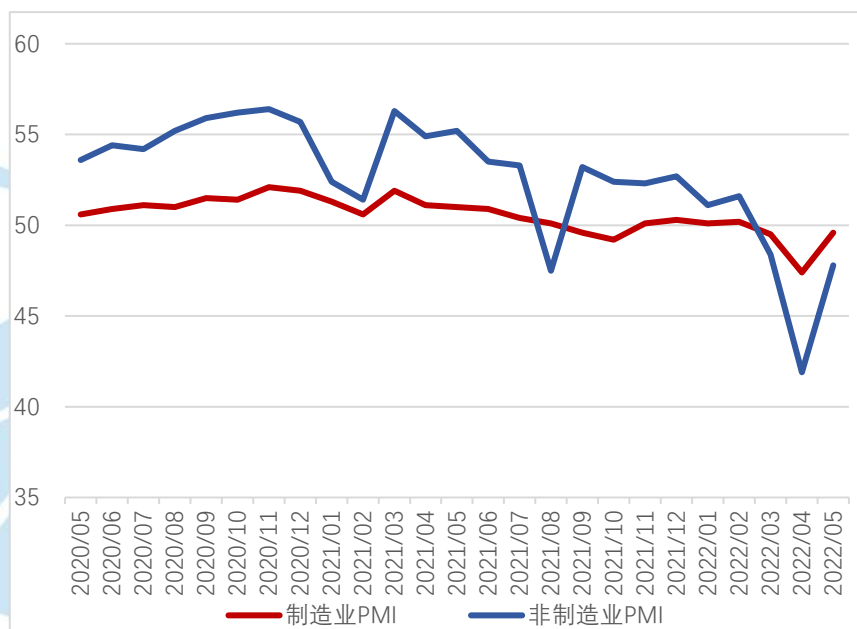


## 一、 本周重点经济数据分析

### 1.1 疫情解封及稳增长政策加强，制造业和非制造业景气度均有提升，但重回扩张区间仍需一定时间

随着上海、北京等主要城市逐步解封和复工复产，制造业和非制造业景气度均有回升，但仍位于萎缩区间。国家统计局5月31日公布的数据显示，5月官方制造业采购经理人指数（PMI）为49.6，在连降两个月后回升，较4月回升2.2个百分点，尽管仍低于临界点，但总体景气度有所改善，超出市场预期；非制造业商务活动指数为47.8，较4月快速回升5.9个百分点，景气度也随疫情好转而改善，此前疫情再次爆发对服务业带来重创。两大行业PMI均回升，拉动5月综合PMI上升5.7个百分点至48.4，说明企业生产经营活动已经出现一定修复。后续看，6月疫情继续减缓，稳经济会议意外召开，大量支持发展政策陆续出台，两大PMI数据将延续改善，预计将回到50荣枯线附近。

图 1：5 月制造业和非制造业 PMI 触底回升（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

随着复工复产进行，制造业的各项数据大多数呈修复状态。5月产需两端均有所恢复，生产指数和新订单指数分别回升5.3个、5.6个百分点至49.7、48.2，但仍低于临界点，动力有待增强。改善较多的行业中，化学纤维及橡胶塑料制品、专用设备、汽车等行业生产指数高于4月10个百分点以上，且回升至扩张区间，表明这些行业的企业生产活动加快。石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工等行业新订单指数重回扩张区间，市场需求有所回升。此外外需也有所修复，5月新出口订单、进口指数分别为46.2、45.1，较4月回升4.6个、2.2个百分点。

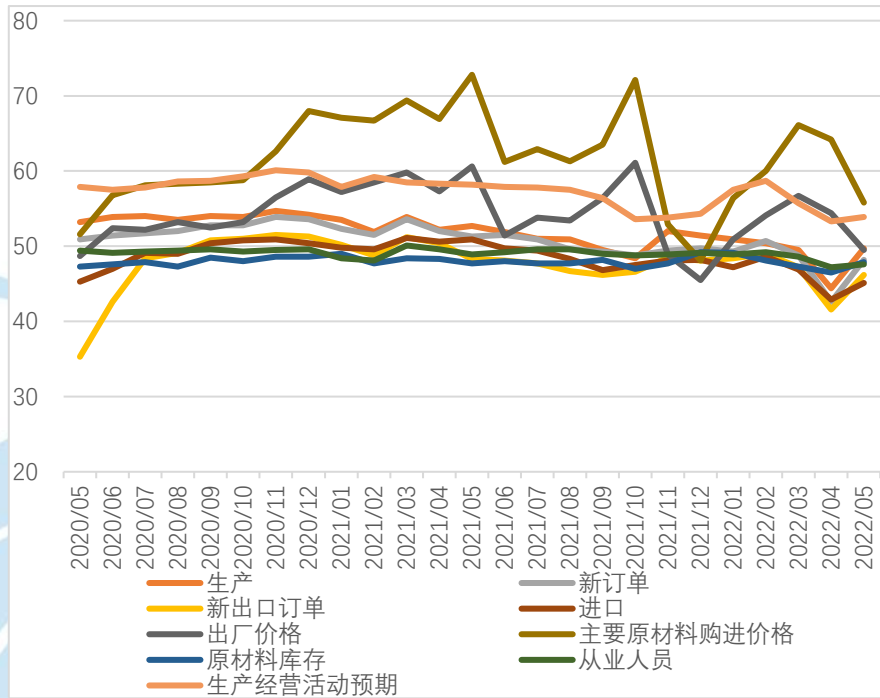
价格指数继续回落。5月主要原材料购进价格指数下降8.4个百分点至55.8，但仍高于55，这与上游大宗商品价格回落较慢、仍处于高位有关；出厂价格指数下降4.9个百分点至49.5，年内首次降至收缩区间，表明上游原材料高价格压力仍存，企业利润继续承压，其中黑色金属、有色金属冶炼及压延加工、金属制品等行业景气度低于45。

**供应链压力有一定缓解。**近期出台的一系列打通物流和产业上下游衔接堵点政策成效有所显现，5月原材料库存指数回升1.4个百分点至47.9，供应商配货时间指数为44.1，回升6.9个百分点，但仍大幅低于临界点；产成品库存指数则重回临界点以下，为49.3。

**制造业供需状况改善带动就业市场和市场信心边际好转。**5月从业人员指数小幅回升0.4个百分点至47.6；制造业生产经营活动预期为53.9，上升0.6个百分点。

**大型企业恢复速度快于中小型企业。**从不同企业规模看，5月大型企业PMI上升2.9个百分点至51，重回扩张区间，生产指数和新订单指数分别为52.5和50.7，高于制造业平均水平；中、小型企业PMI分别为49.4和46.7，较4月回升1.9个、1.1个百分点。

图 2：5月制造业多数分项指标出现改善（%）

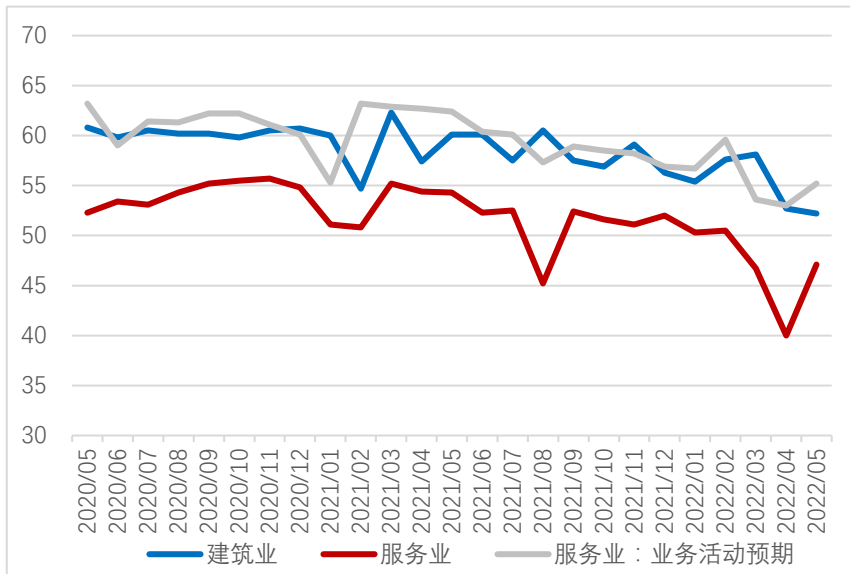


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

**疫情下降带动一度重创的服务业景气度大幅回升。**5月疫情整体呈稳定下降态势，使得服务业商务活动指数较4月大幅回升7.1个百分点至47.1。从行业看，21个行业中17个商务活动指数高于上月，其中零售、铁路运输、航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业位于扩张区间，但住宿、租赁及商务服务等行业商务活动指数继续位于40以下低位。从市场预期看，业务活动预期指数为55.2，高于上月2.2个百分点，表明随着疫情好转及稳增长、稳市场主体、保就业等政策措施落地，服务业企业信心有所增强。

**建筑业继续呈扩张态势，受疫情影响相对较小。**5月建筑业商务活动指数为52.2，较4月下降0.5个百分点，仍保持扩张状态，其中土木工程建筑业商务活动指数和新订单指数分别为62.7和59.1，高于4月1.7个和6.8个百分点，在上月高基数上继续上行，表明近期基础设施建设持续推进，为稳增长提供有力支撑。

图 3：5月受疫情影响严重的服务业大幅改善，建筑业保持扩张（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

## 1.2 每周要闻

### 1、全国财政支持稳住经济大盘工作视频会议在京召开

全国财政支持稳住经济大盘工作视频会议在京召开。会议指出，要坚定信心、迎难而上，把稳增长放在更加突出位置，着力保市场主体以保就业保民生，努力确保二季度经济实现合理增长和失业率尽快下降。要进一步加大增值税留抵退税政策力度，雪中送炭帮企业渡难关；加快财政支出进度，尽早发挥资金和政策效益。全力以赴稳住市场主体，支持中小微企业纾困解难健康发展。

### 2、财政部：确保今年新增专项债券在6月底前基本发行完毕

财政部要求，加快地方政府专项债券发行使用并扩大支持范围，着力促进稳增长、稳投资。总的看，各地专项债券发行使用进度总体较好。截至5月27日，已累计发行新增专项债券1.85万亿元，较去年同期增加约1.36万亿元，占已下达限额的54%。要继续做好疫情期间地方债代操作工作，省级财政部门要抓紧调整专项债券发行计划，合理选择发行时间，加快支出进度，确保今年新增专项债券在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕。

### 3、国务院重磅发布扎实稳住经济一揽子政策措施

国务院5月31日印发《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，提出六个方面33项具体政策措施及分工安排。国务院要求，进一步加大增值税留抵退税政策力度，预计新增留抵退税1420亿元。今年出台的各项留抵退税政策新增退税总额达到约1.64万亿元。国务院提出，加快财政支出进度，加快地方政府专项债券发行使用并扩大支持范围，加大政府采购支持中小企业力度，将面向小微企业的价格扣除比例由6%-10%提高至10%-20%。继续推动实际贷款利率稳中有降。提高资本市场融资效率，科学合理把握首次公开发行股票并上市（IPO）和再融资常态化；支持内地企业在香港上市，依法依规推进符合条件的平台企业赴境外上市。加快推动交通基础设施投资，支持中国国家铁路集团有限公司发行3000亿元铁路建设债券。

## 二、固定收益市场分析

### 2.1 资金面分析：央行公开市场完全对冲到期量，跨月结束资金价格有所回落；政府债存加速融资可能，需关注资金面变化及央行动作

#### 1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场完全对冲到期量

本周央行公开市场有 400 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 400 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场完全对冲到期量。下周央行公开市场将有 500 亿元逆回购到期，其中周一至周四分别到期 200 亿元、100 亿元、100 亿元、100 亿元，周五无逆回购到期。

**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	-100	-100	-100	-100	0
7 天	100	100	100	100	0
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）365D	0	0	0	0	0
MLF（回笼）365D	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	0	0	0	0	0

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

**资金面的复盘：随跨月结束，资金价格有所回落。**本周跨月，央行维持每日 100 亿元逆回购操作，周一周二资金价格有所上行，随跨月结束，周三隔夜及 7d 资金价格均有所回落，7d 资金价格基本回落至跨月前水平，隔夜资金价格就跨月前小幅走高。本周四银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.4831%，R007 加权平均降至 1.6740%；交易所回购利率 GC001 加权平均升至 1.7300%，GC007 加权平均降至 1.7150%。

**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	1.4630	1.6992	1.4731	1.4831	
	R007	1.8823	1.8408	1.6861	1.6740	
	R014	1.8628	1.8512	1.7312	1.7547	
	R021	2.2108	2.2999	1.9635	1.9694	
	R1M	2.0516	2.1105	1.7862	1.9185	
上交所协议回购	206001	3.1340	3.9730	3.5310		
	206007	4.1950	4.5070	4.1320	4.0430	
	206014	4.2850	4.6520	4.6770	5.1440	
	206021	5.7100	5.6160	6.0400	4.7150	
	206030	6.2030	6.2900	6.6060	5.6630	
利率互换定盘：1Y	FR007	2.0583	2.0897	2.0815	2.0917	

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

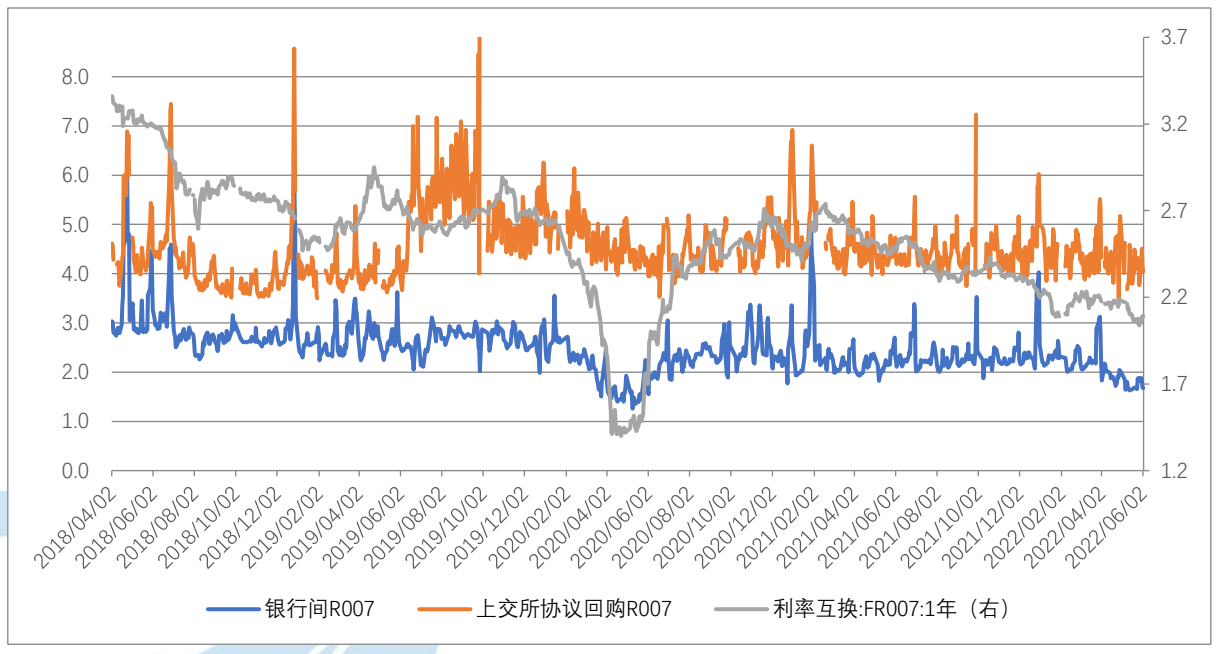
## 2) 资金面的展望：政府债存加速融资可能，需关注资金面变化及央行动作

5 月 30 日，全国财政支持稳住经济大盘工作视频会议在京召开。稳增长为主要目标下，宽信用政策有望持续发力。资金面角度来讲，宽信用为主要政策方向下资金面快速转向的可能性有限。

下周政府债到期量较大，净融资额有限。月初其他对于资金面冲击因素较小，整体来看下周资金面大幅波动的可能性不大。但国务院扎实稳住经济的一揽子政策措施中提到，加快今年已下达的 3.45 万亿元专项债券发行使用进度，在 6 月底前基本发行完毕，6 月中下旬政府债融资存在加速可能，叠加前期降准

及上缴利润后央行未再对资金面市场进行大额补充，届时资金面存在波动增大的可能，需关注央行相应动作。

图 4：本周各期限资金价格走势（%）



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：基本面修复预期升温，但是经济内生增长动力偏弱，债市空间取决于社融及生产修复力度

### 1) 利率债走势复盘：各地疫情防控形势好转，权益市场情绪积极，债券市场承压

本周，各地疫情防控形势好转，权益市场情绪积极，债券市场承压。周一，央行开展 100 亿 7 天逆回购，当日有 100 亿逆回购到期，零投放，前一日，北京新闻发布北京部分区适当提高到岗率，部分区域恢复交通运营服务等，上海发布重振经济 50 条行动方案，并且明确规定，6 月 1 日起取消企业复工复产白名单制，取消企业复工复产复市不合理限制，两大城市相继推动复工复产，受此影响，当日股市上涨，汇率上涨，债市下跌；周二，央行开展 100 亿 7 天逆回购，当日有 100 亿逆回购到期，零投放，跨月最后一天，资金面依旧宽松，当天上午公布了官方 PMI 数据远超预期，经济底确认，长债收益率进一步上行；周三，央行开展 100 亿 7 天逆回购，当日有 100 亿逆回购到期，零投放，在连续下跌两天后，债市午盘出现反弹，长债收益率小幅下行，午后，或是因为资金面的收敛，再次让市场情绪谨慎，长债收益率小幅震荡上行；周四，央行开展 100 亿 7 天逆回购，当日有 100 亿逆回购到期，零投放，资金边际收紧，各期限利率均有所上行，午间央行召开新闻发布会称将靠前发力、适当加力，进一步加大稳健货币政策实施力度，发挥好稳住经济和助企纾困的政策效应，保持经济运行在合理区间，长债收益率小幅下行，但是情绪依旧低迷，长债收益率午后再度上行 1bp。

图 5：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

## 2) 利率债展望: 在交易复苏的市场环境下, 债市面临压力, 但是长债收益率的斜率及空间取决于社融及工业生产的修复力度

国常会从财政、货币金融以及消费等六个方面提出扎实稳住经济的一揽子政策措施。从财政政策来看, 一是国常会提出新增 1400 多亿元留抵退税, 全年留抵退税规模共达 1.64 万亿元; 二是要求专项债在 6 月底前基本发行完毕, 力争在 8 月底前基本使用完毕。从货币政策来看, 之前央行下调首套房贷利率下限和超预期下调 5 年期 LPR15 个基点, 刺激房地产需求; 国常会提出将今年普惠小微贷款支持工具额度和支持比例增加一倍, 加大结构性货币政策支持力度, 提振实体经济融资需求。从促消费政策来看, 国常会提出阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元, 提振汽车消费需求; 此外, 深圳和上海也陆续出台促消费政策, 对购买家电、汽车等进行补贴。从疫情防控政策来看, 6 月 1 日起, 上海有序恢复住宅小区出入、公共交通运营和机动车通行, 北京疫情形势亦有所缓解, 疫情好转利于后续一系列稳增长政策落地。

**复工虽拉开序幕, 但是经济修复需要较长时间。**5 月的 PMI 来看, 疫情管控逐步解封, 政策对企业生产有较为明显的提振, 经济底部已现。但整体来看, 仍未修复至疫情前水平, 多数分项还位于历史偏低表现, 就业压力仍在。有效需求不足仍是当前经济的主要矛盾, 需求羸弱叠加库存较高以及原材料价格处于高位造成利润挤压等因素都在一定程度上有碍经济快速复苏。与 2020 年 5 月之后的复工复产行情相比, 本轮疫情之后的经济活力偏弱, 复苏大概率不能复现 2020 年首轮疫情后的复苏。彼时出口升温是拉动国内经济回暖的重要力量, 而现在内外需表现都较为平淡, 从疫情谷底走出或许需要更长的时间。

**在交易复苏的市场环境下, 债市面临压力, 但是长债收益率的斜率及空间取决于社融及工业生产的修复力度。**从经济基本面来看, 4 月社融和经济数据均超预期走弱, 5 月疫情已经得到控制, 近期复工复产持续推进, 当前疫情虽然迎来拐点, 但高频数据显示 5 月消费、地产销售情况等仍未企稳。从政策来看, 近期稳增长政策涉及扩内需、保就业, 促消费, 同时各地房地产政策持续放松。即使疫情影响逐渐消退, 我们还是面临经济内生增长乏力和政策刺激之间摇摆, 债市仍将在在评估政策刺激力度和政策效果之间反复, 市场预计是一个迂回曲折的过程。

## 2.3 存单信用债分析: 存单净融资额延续负数, 信用债发行量环比下降、净融资额由正转负, 各期限及各评级信用债收益率全面上行

1) 一级市场发行: 存单净融资额延续负数, 信用债发行量环比下降、净融资额由正转负

同业存单方面，本周同业存单发行量约 1,544.50 亿元，环比下降 59.79%，偿还量约 1,772.60 亿元，环比下降 65.74%，净融资额延续负数但缺口缩小，为-228.10 亿元。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 10.33bp 报 1.7047%，3M 期存单平均发行利率较上周上行 19.27bp 报 2.0812%，6M 期存单平均发行利率较上周上行 1.70bp 报 2.0965%，9M 存单平均发行利率较上周上行 10.07bp 报 2.3903%。

信用债方面，本周非金融企业短融、中票、定向工具、企业债和公司债合计发行约 1,634.95 亿元，环比下降 35.66%，偿还量约 1,684.33 亿元，环比下降 10.64%，净融资额为-49.38 亿元，环比由正转负。

## 2) 二级市场走势及信用利差：各期限及各评级信用债收益率全面上行，信用利差涨跌互现

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率全面上行且以中端上行幅度最大，3 年期 AAA 级、AA+级、AA 级信用债收益率分别上行 10.53bp、8.53bp、8.53bp，1 年期各评级信用债收益率上行 2.91~4.90bp，5 年期各评级信用债收益率均上行 4.97~6.97bp。

**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	2.366	2.30%	2.91
信用债(AAA):3 年	2.880	3.30%	10.53
信用债(AAA):5 年	3.261	7.20%	6.97
信用债(AA+):1 年	2.473	2.20%	3.90
信用债(AA+):3 年	3.018	2.90%	8.53
信用债(AA+):5 年	3.420	3.60%	6.97
信用债(AA):1 年	2.533	1.90%	4.90
信用债(AA):3 年	3.248	3.00%	8.53
信用债(AA):5 年	3.960	6.50%	4.97

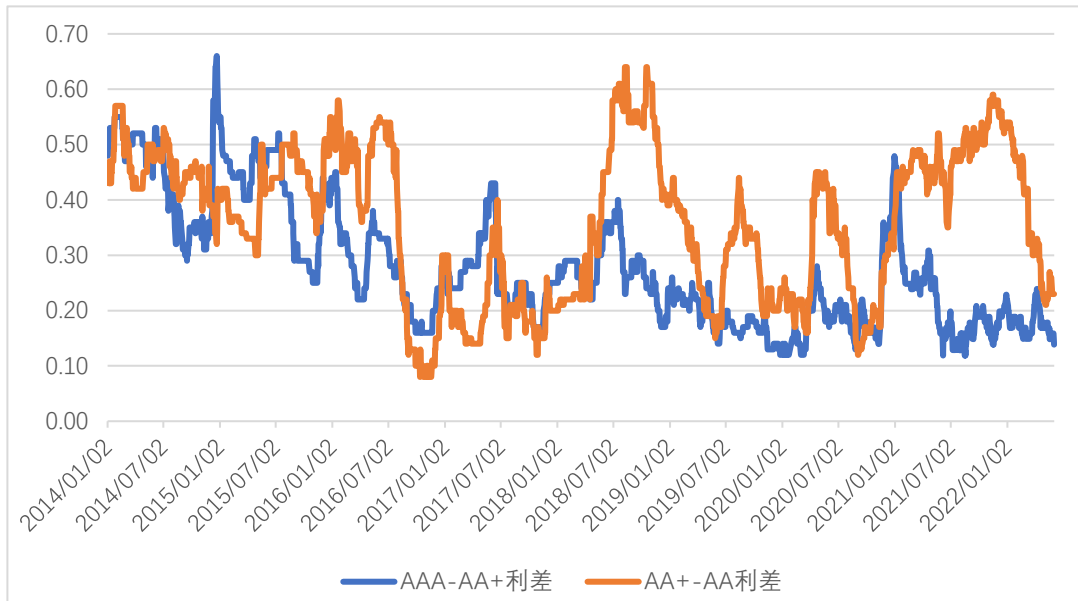
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

信用利差方面，以同期限中短票收益率-国开债收益率测算信用利差，短端信用债收益率上行幅度大于国开债收益率，1 年期各评级信用利差走阔 0.82~2.81bp，长端信用债收益率上行幅度不及国开债，5 年期各评级信用利差被动压缩 3.26~5.26bp，3 年期 AAA 级信用利差走阔 1.64bp，AA+级、AA 级信用利差均收窄 0.36bp。

期限利差方面，各评级信用债收益率上行幅度中端最大、长端次之、短端最小，AAA 级、AA+级、AA 级 3Y-1Y 利差分别走阔 7.62bp、4.63bp、3.63bp，5Y-3Y 利差分别收窄 3.56bp、1.56bp、3.56bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差收窄 2bp 至 14bp，AA 与 AA+之间的利差与上周持平，仍为 23bp。

**图 6：各评级信用利差变动 (%)**



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：权益市场震荡上扬，可转债近六成录得上涨行情，关注成长赛道、强股性标的、稳增长政策收益板块、困境反转机会

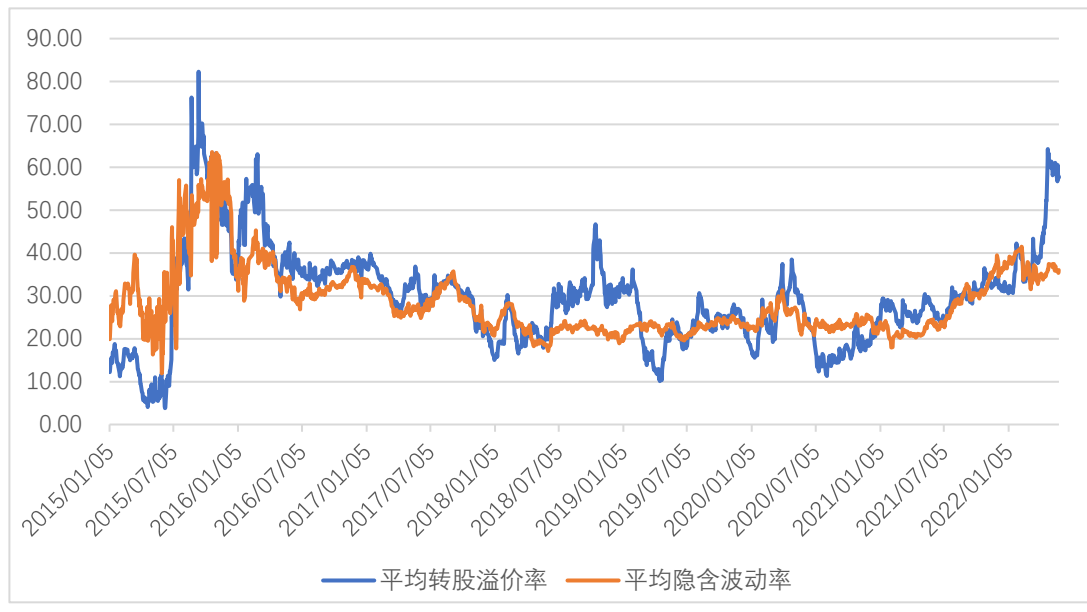
### 1) 可转债走势复盘：权益市场震荡上扬，可转债近六成录得上涨行情

本周权益市场震荡上扬，上证指数本周收于 3195.46 上涨 2.08%，深证成指本周上涨 3.88%，创业板指本周上涨 5.85%，中小 100 本周上涨 4.08%。本周上证转债上涨 0.11% 至 351.27，深证转债上涨 0.66% 至 297.54，中证转债上涨 0.30% 至 403.52，其中近六成转债录得上涨行情，金陵转债、山石转债、小康转债、泰林转债、华锋转债等领涨，城市转债、华钰转债、美诺转债、交科转债、迪贝转债等领跌。一级方面，本周中辰转债 1 只转债发行，美锦转债、贵轮转债 2 只转债上市。

从近七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、隐含波动率分别下行 3.38pct、0.82pct，处于 2015 年以来 95%、84% 历史分位数水平。

图 7：近七年转债转股溢价率和隐含波动率趋势图 (%)

AVIC



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

## 2) 可转债展望：关注成长赛道、强股性标的、稳增长政策收益板块、困境反转机会

国内疫情逐渐得到控制，国务院出台扎实稳住经济一揽子政策措施，政策呵护下权益市场情绪转暖、风险偏好回升，叠加债市结构性资产荒演绎配置需求外溢，转债投资热度升温、成交规模显著增长，但转债涨幅不及正股，转股溢价率明显回落，估值仍处于相对高位对转债弹性形成制约。转债配置中可考虑以下方向：1) 成长赛道、强股性标的依托于权益市场向上行情反弹动能相对更强；2) 稳增长政策加码落地，基建、新基建、地产产业链、金融等受益板块仍具备确定性；3) 疫情修复逻辑下消费、交运、汽车等前期需求受到压制、表现低迷的行业有望实现困境反转。

## 三、主要资产价格分析

### 3.1 权益市场分析：沪深两市稳健上涨，汽车产业链表现强势

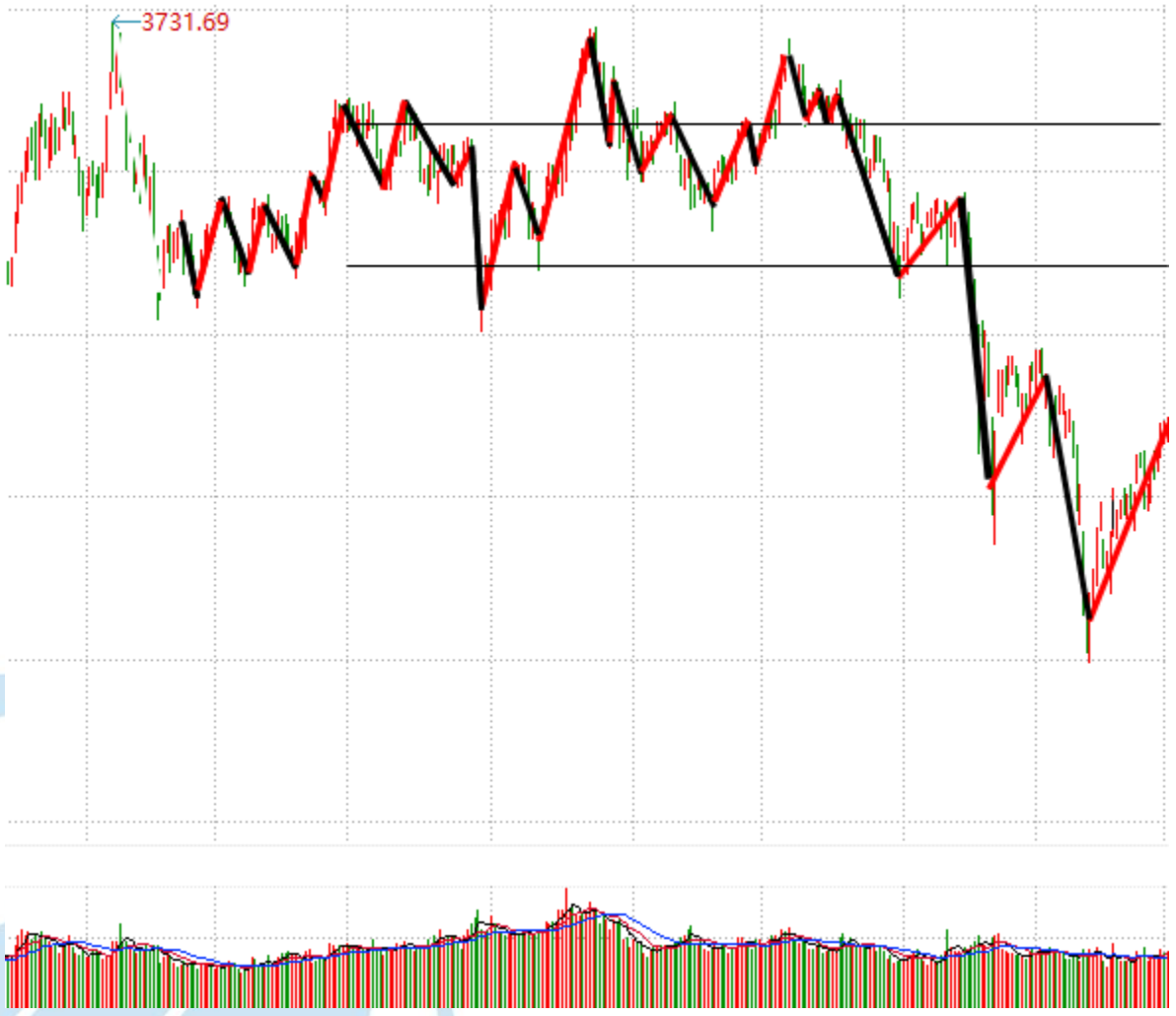
#### 1) 权益市场走势复盘——创业板强势回归，制造业迎普涨潮

本周沪指强势上涨，沪弱深强，北向资金大幅流入。上证综指最终报收 3195.46 点，本周上涨 2.08%。同期深证成指上涨 3.88%，创业板上涨 5.85%。量能方面，沪指环比放量，多空分歧较小，下方承接盘力度较大。盘面方面，市场情绪持续向上，主题投资走弱。

本周财政部及税务总局发布关于减征部分乘用车车辆购置税的公告，减征范围超预期，带动本年超跌的汽车产业链大幅反弹。市场结构方面，制造业全面反弹，高位低估值防守板块资金持续切换至低位高估值攻击板块。北上资金持续流入，本周合计流入 253.44 亿元。本周成长强于价值，其中上证 50 上涨 0.99%，沪深 300 上涨 2.21%，中证 500 上涨 3.03%，创业板 50 上涨 6.19%，国证 2000 上涨 3.21%。茅指数上涨 4.85%，宁组合上涨 6.92%。本周高估值板块整体走强，低估值板块疲软。

本周五个交易日，30 个中信一级行业中 26 个行业实现上涨，其中汽车、电子、电力设备及新能源分别上涨 7.21%、6.71%、6.63%。4 个行业下跌，其中房地产、煤炭、建筑分别下跌 3.05%、1.32%、0.78%。总体来看，高估值赛道股本周大幅走强，低估值防御板块同时回落。

图 8：大盘持续上涨，赛道股强势反弹。



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

本周, 美股三大指数较上周均下跌, 道指本周下跌 0.94%, 报 32899.7000 点, 纳指本周下跌 0.98%, 报 12012.7300 点, 标普 500 指数本周下跌 1.20%, 报 4108.5400 点。

本周一为美国阵亡将士日, 美股休市一天。经历了上周的反弹后, 本周美国三大股指再次转为下跌。本周公布的美国制造业 PMI 数据超预期, 对美联储持续收紧货币政策有所支持, 本周美联储官员的发言也显示尽管近期部分美国宏观数据有所走弱, 但对于美联储短期内货币政策的影响有限。在经济下行信号不断释放以及美联储对于紧缩政策的坚持下市场维持悲观。本周美股可选消费、能源、通信设备等行业表现较好, 医疗、必需消费行业表现不佳。

图 9: 美股三大股指走势



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——沪深两市稳健上涨, 汽车产业链表现强势

**购置税减征细则超预期落地, 关注整车制造商及经销商。**5月31日, 财政部、税务总局发布《关于减征部分乘用车车辆购置税的通知》, 对购置日期在2022年6月1日至12月31日期间内且单车价格不超过30万元的2.0升及以下排量乘用车, 减半征收车辆购置税。此次购置税减征, 车型覆盖范围扩大到2.0L及以下排量车型。我们认为此次刺激政策覆盖的车型范围比前两次广, 结合地方出台的汽车消费刺激政策, 将对年内乘用车销量提振产生积极影响, 建议关注供需改善的整车制造商及经销商的投资机会。

**光伏屋顶政策再加码, 关注BIPV的投资机会。**近期, 国务院办公厅转发国家发展改革委、国家能源局《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》。其中与建筑相关的主要内容包括: 1) 在具备条件的工业企业、工业园区, 加快发展分布式光伏、分散式风电等新能源项目; 2) 推动太阳能与建筑深度融合发展; 3) 完善光伏建筑一体化应用技术体系, 壮大光伏电力生产型消费者群体; 4) 到2025年, 公共机构新建建筑屋顶光伏覆盖率力争达到50%; 5) 鼓励公共机构既有建筑等安装光伏或太阳能热利用设施。此次方案进一步强调推动太阳能与建筑深度融合发展, 要求在2025年公共机构新建建筑光伏覆盖率达到50%。我们认为当前BIPV正在进入行业渗透率快速提升的阶段, 提升幅度的预期更大, 建议关注BIPV板块的投资机会。

**国网发布绿电交易细则, 电力板块再受关注。**近期, 国网北京电力交易中学发布《北京电力交易中心绿色电力交易实施细则》, 对交易组织、交易价格、交易结算、绿证划转等方式及流程进行了详细规定, 优先组织未纳入可再生电价补贴范围内的风光电量参与。“细则”明确绿电交易方式中长期交易, 初期以风电、光伏上网电量交易为主, 此后逐步扩大至其他电源。绿电交易价格应分别明确电能量价格与绿色环境权益价格, 初期设置价格浮动范围, 购电方将获得绿证作为环境权益凭证, 购电价格由绿电价格、输配电价、辅助服务费用、政府性基金及附加构成, 有望提升参与绿电交易的平价项目及补贴项目的业绩弹性。我们建议持续关注有成长预期的新能源运营商及受益大型水电投产并逐步释放弹性的低估值水电。

**九部委联合印发“十四五”规划, 新能源板块全面提振。**6月1日, 国家发展改革委、国家能源局等九部委联合印发《“十四五”可再生能源发展规划》, 政策设定了“十四五”主要发展目标, 从可再生能源供给、消费、技术、体制、国际合作等方面做了重点部署。我们认为本次十四五规划首次采取以九部门联合印发形式, 是规划发布形式的创新, 能形成政策强大的合力。光伏、风电、特高压、储能、智能电网、绿氢领域都将受益, 建议关注光伏和风电核心制造环节的投资机会。

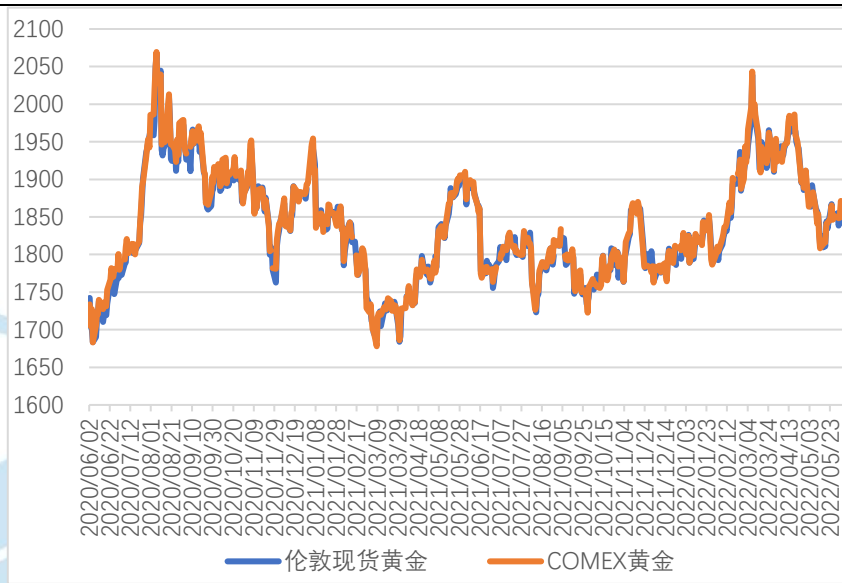
展望后市, 稳增长政策的实施效果还未在经济数据中明显体现。经济基本面仍不明朗意味着稳增长的交易逻辑还未结束。因此, 围绕政策布局的基建、地产和汽车等方向或成为反弹的主力军。风格方面, 美

债收益率对 A 股风格具有一定的指示作用，近期美国加息预期已充分兑现，美债收益率见顶回落意味着对成长股的压制已告一段落，成长股正迎来配置价值。板块方面，在国内疫情持续改善的背景下，可重点关注疫情反转后的消费和制造业板块投资机会。

### 3.2 黄金市场分析：美联储坚持加息节奏，美元指数反弹，金价小幅下跌

周三（6月1日），伦敦现货黄金价格较前一交易日上涨 6.2 美元，或 0.34%，收报于 1844.9 美元/盎司，本周三个交易日累计下跌 0.37%；周五（6月3日），美国 COMEX 黄金期货结算价大跌 21.2 美元，或 -1.13%，收报于 1850.2 美元/盎司，全周累计微跌 0.06%。

图 10：本周金价小跌（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

金价连续两周上涨后，本周小幅下跌，但期间伦敦现货金价一度创下 5 月 9 日以来新高至 1873.99 美元/盎司。金价变动不大但仍下跌的主因是在高通胀继续困扰美国经济背景下，美联储坚持鹰派倾向，就业市场数据也提供一定支撑，导致美元指数重新走强，本周累计上涨 0.33% 至 102。

5 月美国非农数据表现超出预期，为美联储紧缩政策创造空间。美国 5 月非农就业人口增加 39 万，高于预期的增加 32.5 万，前值小幅上修至 43.60 万；美国 5 月失业率持平前值 3.6%，高于预期值 0.1 个百分点。劳动力和就业数据支持了美联储强化鹰派姿态，使得市场金价呈下行态势。

美联储部分官员的公开表态仍显鹰派。本周，美联储理事沃勒表示其在每次会议上都主张加息 50 个基点，直到证实通胀大幅下降，突显出美联储为努力控制物价上行压力而面临的紧张形势。美联储副主席布雷纳德也表态称，即使物价压力开始减弱，美联储仍有可能加息，只是幅度会减小。今年以来，美联储已将政策利率累计提高了 75 个基点，预计在 6 月和 7 月的会议上，美联储将延续 5 月节奏，即各加息 0.5 个百分点。如果通胀居高不下，同时美国民众薪资持续上升，市场预期美联储甚至可能会在 7 月后维持激进加息策略。

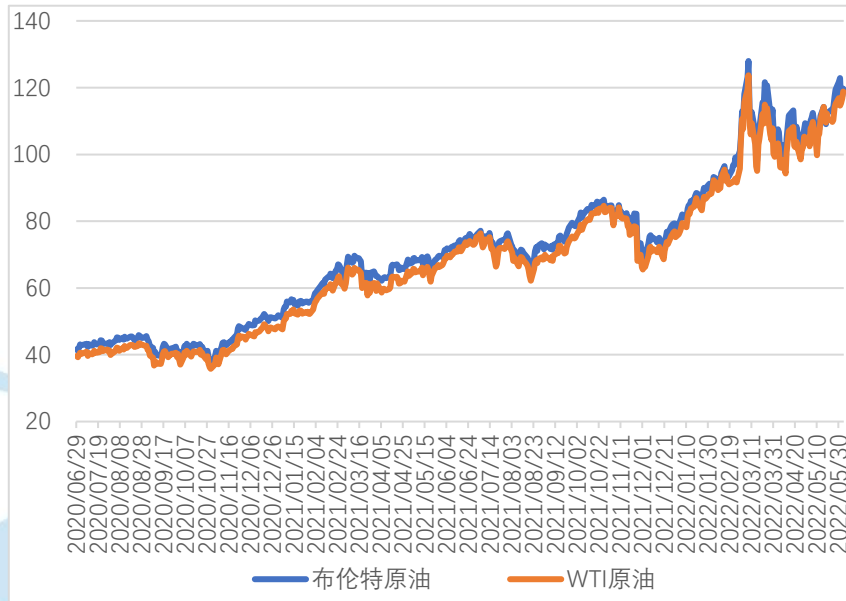
金价短期反弹力度不大，或转入下跌趋势，但中长期仍趋向下跌。由于美联储释放加息预期和美元升值，金价从 4 月中旬的 2000 美元左右下跌至短期底部的接近 1800 美元。但近一个月来，一些上市公司公布的业绩不及预期，市场对美国经济持续复苏的担忧加剧，金价短期内连续上涨。但应看到，金价反弹力度并不大，甚至没有涨破 1900 美元关键点位，说明前面支撑金价的因素在减弱，也说明金价中长

期仍处于下跌通道，反转的可能性不大。由于金价已涨至上方压力线，且已显露出上涨疲态，短期金价或重回下跌通道。

### 3.3 原油市场分析：中美需求回暖拉动油价上涨，但 OPEC+承诺增加产量也限制涨幅

周五，作为全球基准的布伦特原油期货近月合约结算价较前一交易日上涨 2.11 美元，或 1.79%，收报于每桶 119.72 美元，全周累计微涨 0.24%；美国 WTI 原油期货合约结算价上涨 2 美元，或 1.71%，收报于每桶 118.87 美元，全周累计涨幅 3.3%。

图 11：本周油价上涨（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周国际两大油价震荡走高，美油涨幅大于布油，一方面美国夏季出行高峰期来临，中国上海、北京等大城市疫情解封，拉动需求回升；另一方面欧盟本周对俄罗斯原油采取新制裁，但市场仍认为俄罗斯原油出口存在韧性，加上 OPEC+同意下月开始增加产量，也导致涨幅受限。

美国高峰驾驶季节一般从每年的 5 月底开始，到 9 月份结束。近期相关市场调查数据显示，美国全境有越来越多的人驾车旅行，截止 5 月 26 日的全球出行指数周度环比下降 0.9%，但美国乘客数目周环比增加 2.8%，此外中国部分大城市疫情陆续解封，中国排班航班数量比一周前增加 5.4%。

经多日协商后，欧盟各成员国 30 日同意禁止超过三分之二的俄罗斯石油进口，新制裁将禁止欧盟成员国向俄罗斯购买经海运进口的原油以及石油产品，但对包括匈牙利在内的坚持反对石油禁运的内陆欧盟国家做出了让步。一些机构认为这是俄乌冲突以来，欧盟实施的迄今最严厉的制裁措施，由于德国和波兰已承诺放弃经由管道输送石油，该禁令将在今年年底前有效削减约 90%从俄罗斯进口到欧盟的石油。对此俄罗斯方面回应称，俄罗斯将找到其他进口国。

另外一个影响油价的重要消息是，OPEC+本周四终于同意在 7-8 月每日增产 64.8 万桶石油，增幅大于市场预期，沙特有可能生产更多石油，代表沙特的一个重大转变，此前该国一直拒绝美国、英国和其他西方国家要求生产更多石油的呼吁。一些中东产油国官员已公开表示，如果俄罗斯石油产量继续下降，他们将考虑加大增产。

油价短期仍将上涨，但中长期将趋向下行。短期看，美国出行高峰季刚刚来临，中国国内疫情大幅好转，北京上海等大城市开始解封，均对油价产生拉动作用，而且 OPEC+承诺的增加 64.8 万吨/日产量也

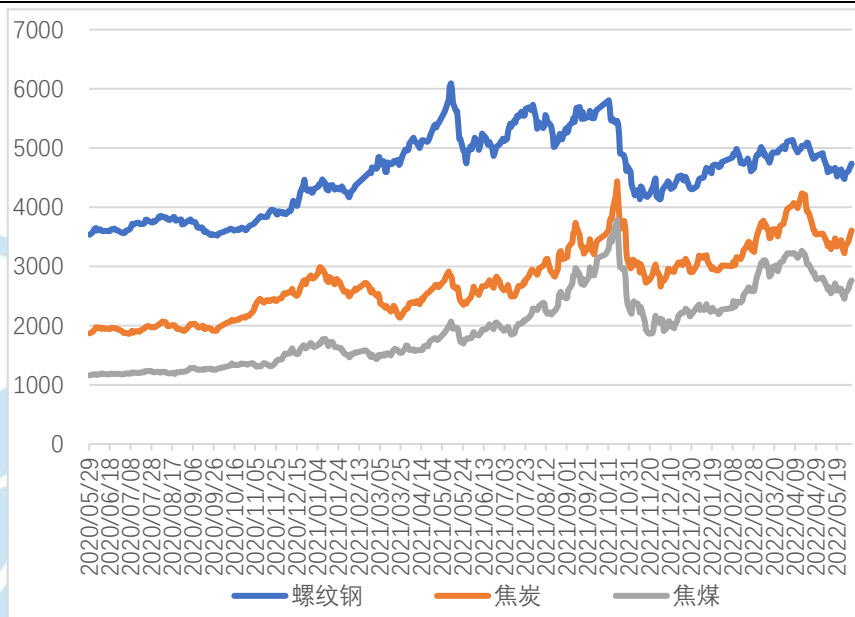


不算太高，对油价不会产生太大压力，短期油价有望继续上涨，甚至有可能突破俄乌冲突爆发时创下的短期高点。但中长期看，未来全球经济增速大概率放缓将影响原油总体需求，叠加越来越多国家制定“碳达峰”“碳中和”目标，未来太阳能、风能等绿色能源将逐渐替代原油等传统能源，原油需求趋于下降，并带动油价长期下行。

### 3.4 黑色产业链分析：稳增长会议释放积极信号带来市场投机情绪高涨，支撑黑色系商品价格大幅反弹

至周四（6月2日），螺纹钢期货主力合约结算价较上周五每吨大涨172元，收报于4733元/吨，涨幅3.77%；焦炭价格每吨暴涨271.5元，收报于3604元/吨，涨幅8.15%；焦煤价格每吨暴涨219元，收报于2763.5元/吨，涨幅8.61%。

图 12：本周黑色系商品大涨，其中双焦价格暴涨（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

短期经济下行压力较大，房地产等行业需求疲软，稳增长政策不断加码，市场投机情绪有所改善，螺纹钢价格上涨。政策面和消息面，全国稳住经济大盘电视电话会召开，要求落实稳经济一揽子措施，银保监会下调首套住房房贷利率，地产放松政策继续加码，加上疫情本周上海疫情全面解封，北京疫情明显改善，大部分地区也已经解封，对市场投资情绪面影响较大。基本面，本周长短流程均小幅下降，部分钢厂亏损而有减产，但铁水产量仍维持高位。后续仍需关注疫情减缓后的复工复产情况，预计钢价短期继续反弹的可能性较大。

稳增长政策刺激下，国内A股大盘震荡上涨一个多月，市场情绪明显改善，焦炭焦煤价格在连续大跌后，本周也开始酝酿反弹，短期投机情绪浓厚。不过市场表现和基本面几乎无关，焦炭第四轮降价落地后，部分焦化厂出现亏损，价格下行压力加大。而供需方面，近期铁水产量持续增长，焦炭刚性需求有一定支撑，但钢材终端需求疲软，钢厂利润低位运行，原对焦炭焦煤需求仍以按需采购为主。后续虽则疫情解封和稳增长政策边际加码，双焦基本面有一定改善，大概率会继续反弹。

### 3.5 人民币兑美元汇率分析：就业数据支撑及美联储官员发言引导下，本周美元指数走强，人民币兑美元币值反弹

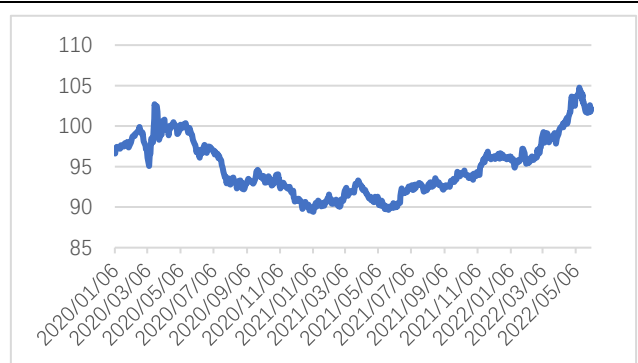
本周,人民币兑美元汇率中间价报 6.7095,较上周上涨 0.43%。即期汇率报 6.6750,较上周上涨 0.49%,美元指数报 102.1704,本周上涨 0.5275。

本周美元指数波动上行。本月美联储正式开始缩表操作。本周美国多项 5 月份宏观数据公布,整体来看在通胀问题仍存、美联储进入紧缩周期后,美国经济增长势头有所弱化,但显现出一定韧性。本周前半周公布的制造业 PMI 数据超预期,美元指数走高。但随后周四公布的小非农数据大幅不及预期,美元指数一度见顶回落。周五美国非农就业数据公布,仍保持较高水平且超出市场预期,美元指数再度反弹。本周多位美联储官员发言,基本支持在 6 月份及 7 月份加息 50BP,小部分官员认为 9 月份是否加息仍有待观察,但大部分官员认为应仍需持续加息至利息水平回归至中性。经过前期大幅贬值后,本周人民币兑美元币值有所反弹。

近期公布的美国宏观数据显示美国经济下行压力增大,通货膨胀压力略有缓解,但通胀数据仍高于预期。根据美联储官员发言来看,美国宏观经济的变化短期内对于美联储货币政策的影响较小,预计美联储仍将坚持当前的紧缩路径,从中长期来看,美联储的紧缩周期可能提前结束。

**图 13: 人民币兑美元汇率中间价上涨**


资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

**图 14: 美元指数上涨**


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, 信用风险集中爆发**

## 近期大类资产配置建议

大类资产	分项	配置	策略
权益	价值	标配	由于近年来外资及机构在 A 股市场中逐渐获得资产定价能力，成长风格边际获得溢价。而价值风格的超卖接近历史极值，性价比较高。地方债发行放量，社融有望企稳反弹，利率阶段性上行将压制成长溢价。同时我们认为在企业盈利下行的环境中，高位成长股与低位价值股有望迎来剪刀差的修复。建议标配价值。
	成长	超配	2022 年外部面临美国减债以及全球流动性的拐点，国内高估值成长股难以独善其身；同时在国内宏观经济全面见顶后，中小成长高弹性板块性价比有所下降。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。维持超配，建议重点关注估值合理、内生增长强劲的企业。
	金融	低配	由于 2021 年房地产行业密集“暴雷”，连带市场恐慌情绪爆发，金融板块因此被系统性的杀估值，当前估值处于历史低位水平，银行、保险、地产表现较差。年底政治局会议对房地产方面做出的积极表述，预计地产、银行、保险将边际迎来边际修复的行情；同时，国内金融开发持续推进，资本市场改革不断深入，直接融资比重持续提升，券商长期收益，而 2021 年券商在利润正增长的情况下录得副收益，预计 2022 年同样存在估值修复的行情。考虑到资产质量方面的担忧，短期调整为标配。重点券商板块中资产管理规模占比较大的企业。
	科技	超配	科技行业作为我国转型升级重要的产业方向，长期具备各项政策和资本市场的战略支持。在当下重要的 5G、人工智能、国产芯半导体等产业突破期，具备硬实力科技公司有望进入超预期的景气周期。考虑到 2022 年宏观经济与企业盈利进入下行周期，政府大概率会逆周期调节，而以工业互联网、大数据中心、特高压、充电桩等新基建领域将成为重要政策重要抓手。科技创新凭借自身赛道高成长足以抹掉宏观下行压力，维持超配。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	超配	纵观海内外，大消费的长期增长是随着人民追求美好生活的追求高度相关，消费在 GDP 中的占比逐渐扩大。随着国民收入的提升，购买力陆续释放，大消费具备广阔前景。近年来，中央政治局提出“国内外双循环”，中国 14 亿人口总量为大消费提供巨大的内生市场，内需消费和服务成为国内经济增长的核心驱动力。微观来看，消费行业具备格局稳定，客户粘性强及现金流优质等优良的商业模式。随着 2022 年 PPI-CPI 剪刀差的收敛，上游原材料的回落有望改



			善下游消费品的利润率，同时在外围市场的剧烈波动下，必选消费具有“进可攻，退可守”的优势，建议超配。
固收	短端利率债	标配	部分大宗商品价格下行，通胀压力有所缓解，进一步宽货币预期影响下债券收益率已提前下行，但经济转暖信号已现，宽信用未来有望跟随宽货币发力，未来利率走势存不确定性，配置价值有所增加。
	长端利率债	低配	市场降息预期较强，而12月份PMI等数据已经开始释放基本面转暖信号。目前宽货币已大幅领先宽信用，若后续降息落地，债市可能实现本轮周期最后一涨。长端利率继续下行的空间和动能有限，存在一定的向上调整风险。
	城投债	标配	稳增长诉求下财政政策发力尤其是基建托底经济作用凸显，城投作为基建、保障房、乡村振兴、城市更新项目的重要参与者，短期地位难以撼动，承担重大项目、建设职能突出的核心平台相较于业务边缘、定位模糊的非主平台安全性更高。隐债严控、平台融资约束难言放松，需把控久期、资质和品种。
	产业债	超配	三季度多数行业经营改善，不同行业间现金流、杠杆率分化增大。中央经济会议明确煤炭基础能源地位，煤炭行业长协基准价上调，预计2022年煤价将维持在相对较高的水平，煤企盈利空间有一定保障。钢铁行业集中度距离目标值仍较低，关注钢企兼并重组提速中的投资机会。地产债持续分化，风险出清将持续，关注发展稳健、信用资质良好的央企国企。
	可转债	标配	2022年企业盈利增速大概率下行、流动性将保持中性偏宽松，整体上仍然以结构性行情为主，结合政治局会议相关表述，行情可能会在稳增长和顺科技两条主线中演绎。转债层面，参与节奏上，短期可以适当转向防守，待估值有所压缩之后再行大范围参与。建议投资者后续关注以下方向： (1) 景气行业布局，从行业配置角度，可抓住困境反转和高景气延续两个方向，困境反转方面，一是关注原材料价格回落带来的中游制造、汽车零部件等板块的毛利率修复，二是关注PPI-CPI剪刀差收敛大主题下的消费和生猪养殖板块转债。高景气延续可关注绿电、新能源汽车、专精特新等主题；(2) 稳增长下的银行板块转债和基建类转债；(3) 低价转债。可关注正股波动率较高的和具备一定主题的低价转债；此外，关注转股溢价率较高的医药行业低价转债，或有下修机会；(4) 流动性驱动下的券商、军工类转债。
商品	黑色产业链	超配	在未来数年的新旧能源转换期，“青黄不接”导致的传统能源油、气、煤、电价格高位和高波动是持续值得关注的投资主题。
	原油	标配	2022年，原油供给恢复速度预计强于需求，或将产生供过于求的局面，原油价格预计会有一定的回落。



	黄金	低配	美债实际利率或重启升势将成为压制黄金走势的主因，Taper 触发美元流动性拐点将引发金价回调。
--	----	----	---

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

符畅，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发送或为任何就送发、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。