中航证券研究所
证券分析师 成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
证券分析师 符旸
证券执业证书号：S0640514070001
电话：010-59562525
邮箱：chengg@avicsec.com

金融市场分析周报:煤炭期货价格继续回落，央行大额净投放，债市情绪回暖（2021.10.25-2021.10.29）

金融市场分析周报 2021 年 11 月 1 日

摘要

- **工业企业利润：上游企业拉动工业企业利润增速加快，下游企业利润持续承压，“上热下冷”仍明显。**上游原材料价格飙升和能源供应危机环境下，叠加去年同期基数走低，上游企业拉动 9 月工业企业利润的增速加快，同时成本提升也让下游企业利润持续承压，上下游企业利润分化明显。随着国内实施保供稳价和供需两端发力，叠加大宗商品价格预期回落，未来几个月能源紧张将得到缓解，工业企业利润将维持较快增速。

- **制造业和非制造业 PMI：限电和煤炭价格飙升下，制造业生产继续疲软，疫情反复导致非制造业扩张亦放缓。**10 月制造业供需两端均进一步放缓，生产指数和新订单指数环比下降，均创去年 3 月以来新低，限产限电导致供给端生产下降更加明显。海外经济复苏拉动出口景气度回升，新出口和进口订单指数出现反弹。不过受部分原材料价格高位上涨影响，价格指数高位继续攀升。非制造业生产扩张亦受到疫情反复的抑制，服务业和建筑业商务活动双双回落，但仍位于扩张区间。

- **资金面分析：本周央行公开市场净投放 6800 亿元，跨月叠加税期央行增大投放，资金价格维持平稳，11 月万亿 MLF 到期，政府债融资剩余额度仍较大。**本周央行公开市场共有 3200 亿元逆回购和 700 亿元国库现金定存到期，本周央行累计进行了 10000 亿元逆回购和 700 亿元国库现金定存操作，因此本周全口径净投放 6800 亿元。跨月叠加税期央行增大投放，资金价格有所上升但总体维持平稳。11 月万亿 MLF 到期，政府债融资剩余额度仍较大，但预计央行货币政策收紧可能性不大，关键时点增量投放仍可期。

- **利率债：债市从前期的快速下跌，进入震荡调整期，需要保持谨慎。**近期煤炭期货价格下跌有利于缓和市场对通胀担心，但煤炭的供需缺口短期内很难缓解，当前全球主要地区都面临能源短缺问题，加之近期下游部分食品价格出现回升，通胀未来走势仍有较大不确定性。与此同时，货币政策虽然整体稳健的基调不变，但是政策方向逐步向宽信用转变，加之外围全球流动性拐点到来。债市并没有到乐观的时候，一定程度修复之后债市行情又陷入了胶着之中。

- **可转债：权益各市场涨跌不一，可转债市场相较权益表现较好，关注新能源、光伏、半导体、双低个券、“专精特新”主题等。**本周权益各市场涨跌不一，可转债市场较权益市场表现较好，近六成转债录得下跌行情，超高平价、低评级、小规模转债。长期稳定的盈利能力、后续潜在改善空间以及年内涨幅的重要性会略微凸显，关注新能源、光伏、半导体、双低个券、“专精特新”主题等。

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

- **权益市场：季报提供新方向，新能源依旧为主线。**本周大盘先呈“N”字走，上游周期股受期货大宗暴跌影响而暴跌，创蓝筹延续上周的强势走势，本周沪指收 3547.34 点。双碳顶层设计出台，行业迎来加速发展；重磅政策落地，跨境电商迎来拐点；9 月全球新能源电气化加速，关注出口比例较高的产业链企业；猪价探底反弹，左侧可关注猪周期机会。策略方面，控制整体仓位，挖掘基本面持续爆发的相关个股。行业配置上，当前尚未存在高性价比的行业机会，建议各板块均衡配置。

- **黄金：Fed 下周会议宣布缩债和明年加息预期增强，金价承压下跌。**金价震荡走低，主要与市场预期 Fed 下周决议缩债和明年加息有关，给金价带来一定压力，但美国经济增长缓慢、劳动力市场严峻使得市场担忧经济陷入“类滞胀”，也限制金价跌幅。下周 Fed 会议或如期宣布缩债计划，金价短期仍面临向下压力，中长期在 Fed 缩表和美元反弹下也将趋于回落。

- **原油：受多头头寸调仓、重启伊核谈判、Fed 预期缩债等影响，油价小幅下跌。**油价在高位出现一定回落，主要受到几方面因素的影响，一是油价大幅飙升后月底多头调整头寸，二是伊核谈判再次重启消息导致原油供给预期增加，三是下周 Fed 决议会议或如期宣布 Taper。油价短期大概率将继续上涨，一方面北半球临近冬季及天然气等其他能源涨价，使得原油需求端仍韧性，另一方面预计下周 OPEC+技术委员会会议维持原来的增产幅度。但中长期，全球经济增速将进入低增长水平，叠加“碳达峰”要求新能源替代传统能源，油价趋于下行。

- **黑色产业链：黑色系基本面仍偏紧，但受国家调控煤价影响，黑色系价格继续暴跌。**螺纹钢、双焦等黑色系商品价格继续大跌，其中双焦价格暴跌近 20%，无关基本面因素，主要与上周国家发改委强力调控煤炭价格有关系，市场避险情绪浓厚。“双高”政策及限电限产导致螺纹钢供需紧张有缓解预期，价格继续震荡下跌。双焦价格短期或继续受国家调控煤价的不利影响，但未来跌幅应缩小，或延续弱势震荡。

- **人民币兑美元汇率分析：美国 PEC 物价指数维持高位下美元指数再次上涨，人民币即期汇率小幅回落，关注下周美联储 11 月份 FOMC 会议表态。**本周美元指数先跌后涨，本周公布的美国三季度经济数据不及预期，致使美元指数走低，但是本周五公布的美国 PCE 物价指数维持高位，强化了市场对于美联储货币政策转向的担忧，美元指数再冲高位。每周人民币即期汇率相应回落。下周美联储将召开 11 月份 FOMC 会议，会上美联储有较大可能公布具体 Taper 开始时间，后续关注美联储会后表态。

风险提示：货币政策超预期收紧 信用风险集中爆发

目录

一、 本周重点经济数据分析.....4
1.1 企业利润数据.....4
1.2 制造业/非制造业数据.....5
1.3 每周要闻.....7
二、 固定收益市场分析.....8
2.1 资金面分析.....9
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.....13
三、 主要资产价格分析.....14
3.1 权益市场分析.....14
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

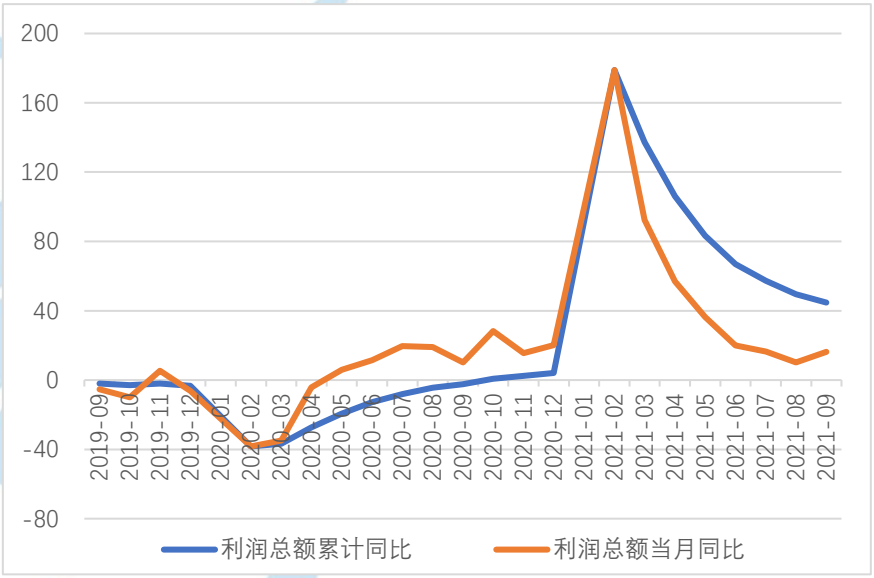
一、 本周重点经济数据分析

1.1 上游企业拉动工业企业利润增速加快，下游企业利润持续承压，“上热下冷”仍明显

上游原材料价格飙升和能源供应危机环境下，叠加去年同期基数走低，上游企业拉动 9 月工业企业利润的增速加快，同时成本提升也让下游企业利润持续承压，上下游企业利润分化明显。国家统计局 10 月 27 日发布的利润数据显示，9 月规模以上工业企业利润总额同比增长 16.3%，较 8 月上升 6.2 个百分点；1-9 月累计，工业企业利润同比增长 44.7%，较前 8 个月回落 4.8 个百分点，两年平均增长 18.8%。统计局称，三季度工业企业利润保持良好增势，但大宗商品价格高位运行、供应链产业链不够畅通等因素影响企业盈利持续恢复，同时上下游行业间盈利不平衡问题较为突出。

随着国内实施保供稳价和供需两端发力，企业成本和经营压力有望缓解。9 月下旬的能源短缺和停电一定程度拖累了中国工业企业利润，不过国内政策正在调整，增加煤炭产量并确保能源供应。国家发改委周二会同有关部门部署煤炭产地存煤场所清理整顿工作，严厉打击利用违规存煤场所囤积居奇、哄抬煤价等非法牟利行为，营造公平有序的煤炭经营市场环境。随着国内实施保供稳价和供需两端发力，加上未来大宗商品价格预期回落，未来几个月能源紧张情况将得到缓解，工业企业利润将维持较快增速。

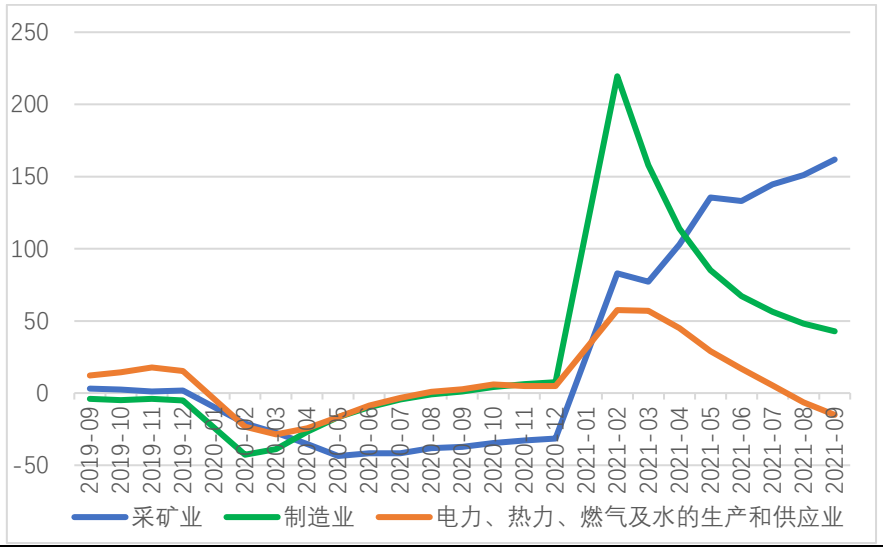
图 1：上游企业拉动 9 月工业企业利润同比增速加快（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

上下游行业盈利不平衡，“上游热、下游冷”现象仍突出。三大行业看，在原材料价格高位震荡背景下，上游采矿业利润增长最为强劲，1-9 月累计同比增长 1.62 倍；制造业利润累计同比增长 42.9%，略低于总体增速；电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润同比下降 15.2%，表明工业利润改善主要受上游产业带动。

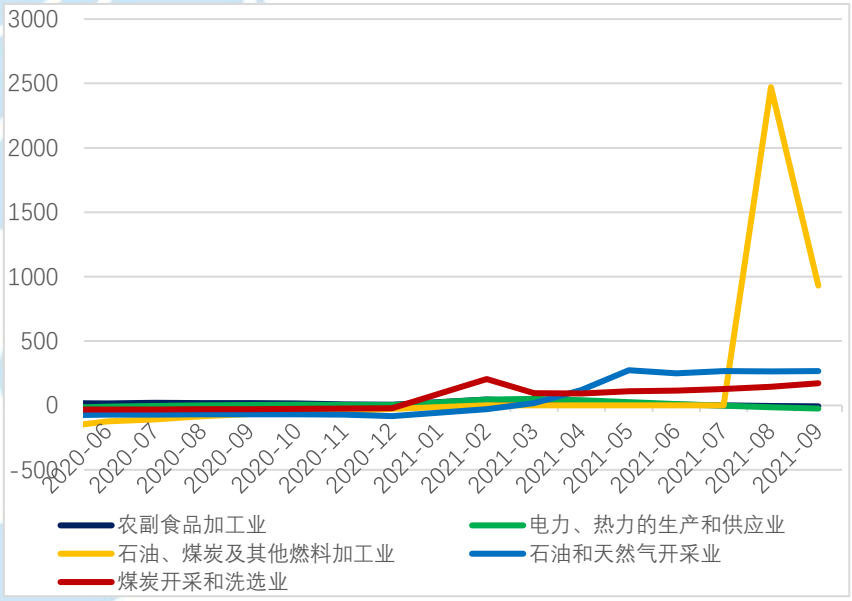
图 2：上游价格高位下，9 月采矿业利润维持高速增长（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

近九成行业盈利实现正增长，上游行业利润增速加快。细分行业看，1-9 月，在 41 个工业大类行业中有 36 个行业利润总额同比实现正增长，5 个行业利润增速下降。受产品价格持续上涨等因素拉动，采矿业、原材料制造业盈利保持快速增长态势，采矿业利润同比增长 2.04 倍，原材料制造业增长 42.5%，对工业企业盈利改善提供重要支撑。石油、煤炭及其他燃料加工业利润总额同比增长 9.3 倍，石油和天然气开采业增长 2.67 倍，煤炭开采和洗选业增长 1.72 倍，增速有所加快，而属于下游行业的农副食品加工业利润同比下降 7.1%，电力、热力生产和供应业下降 24.6%。

图 3：采矿业、原材料等上游行业利润行业同比增速较快（%）



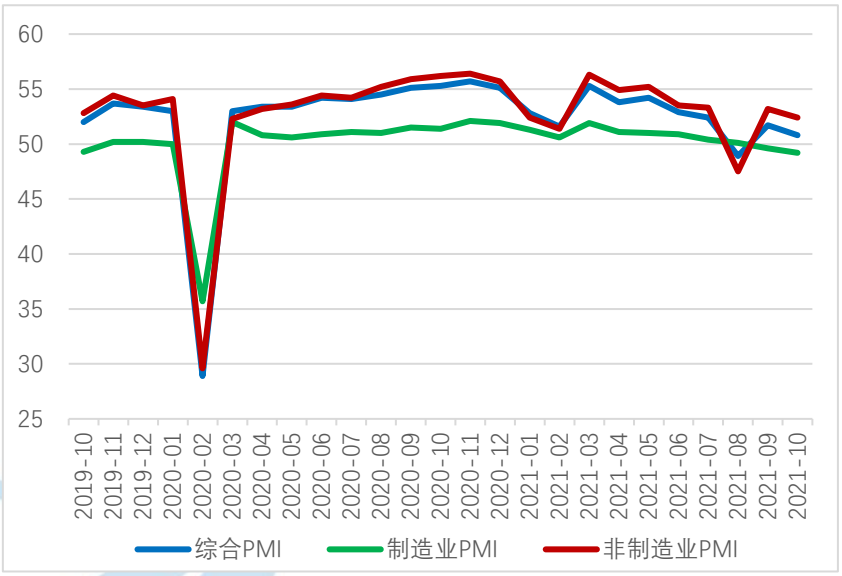
资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.2 限电和煤炭价格飙升下，制造业生产继续疲软，疫情反复导致非制造业扩张放缓

限产限电及煤炭等部分原材料价格不断飙涨影响下，制造业景气度继续回落，同时国内疫情反复拖累餐饮、交通运输等行业生产，非制造业生产扩张亦放缓。国家统计局 10 月 31 日公布的数据显示，10 月官方制造业采购经理指数（PMI）为 49.2，低于 9 月 0.4 个百分点，连续两个月位于荣枯线之下，制造

业环比继续放缓；非制造业 PMI 为 52.4，较 9 月下降 0.8 个百分点，但仍位于扩张区间。制造业和非制造业 PMI 均下降，拖累综合 PMI 降至 50.8，低于 9 月 0.9 个百分点，表明企业生产经营活动扩张速度整体减缓。

图 4：10 月制造业和非制造业生产均放缓，制造业 PMI 继续落入收缩区间（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

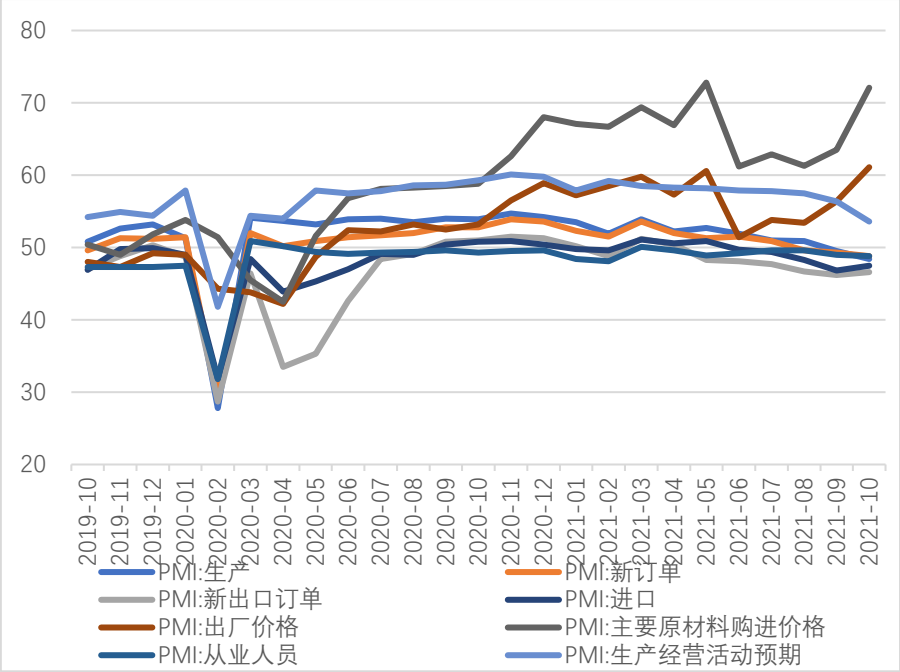
制造业企业生产经营活动均出现不同程度减弱，中下游行业生产放缓明显。制造业供需两端均进一步放缓，10 月生产指数和新订单指数分别为 48.4 和 48.8，分别较 9 月下降 1.1 个和 0.5 个百分点，创 2020 年 3 月以来新低，由于限产限电影响，供给端下降幅度较明显，另外从行业角度可以看出，纺织、非金属矿物制品、黑色金属冶炼及压延加工等中下游行业景气度水平较低，均位于 45 以下。

海外经济复苏拉动出口景气度有所回升。此前由于国内外经济复苏步伐不一致，国内经济复苏快于国外，出口订单曾一度拉升至扩张区间，但随着国外经济逐渐复苏，出口订单持续下降，10 月新出口订单指数是首次出现反弹，较 9 月回升 0.4 个百分点至 46.6，仍处于收缩区间；进口指数也在连续四个月回落后，反弹 0.7 个百分点至 47.5。

受部分原材料价格高位上涨影响，价格指数在高位继续攀升。10 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 72.1 和 61.1，分别较 9 月回升 8.6 个和 4.7 个百分点，出厂价格指数创下 2016 年有统计数据以来最高。石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等行业价格指数均位于 73 以上高位区间，表明原材料价格快速上涨，继续给经济带来承压。

此外，10 月制造业从业人员指数为 48.8，较 9 月继续下降 0.2 个百分点，表明制造业就业压力仍较大；生产经营活动预期指数下降 2.8 个百分点至 53.6，为 2020 年 3 月以来最低，说明市场仍对制造业生产前景整体看好。

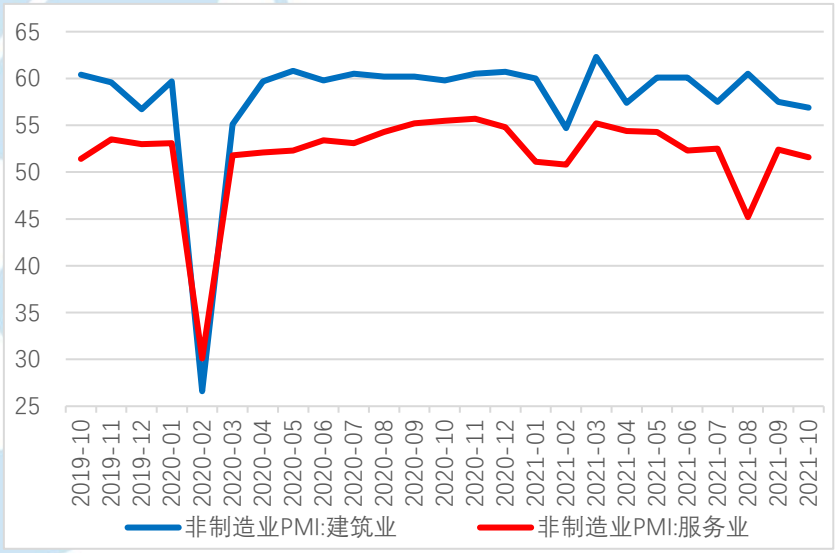
图 5：10 月制造业 PMI 除价格指数继续上升外，其他指数均回落（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

因疫情反复，非制造业生产扩张活动亦受到一定抑制。非制造业方面，10 月服务业商务活动指数为 51.6，较 9 月回落 0.8 个百分点。“十一”假期使得住宿、餐饮等商务活动指数维持在较高景气区间，但受疫情反复等影响，今年更多人选择就地过节或周边短途游，导致铁路运输、航空运输等运输量不足。在基建预期加速下，建筑业增长平稳，10 月商务活动指数为 56.9，较 9 月回落 0.6 个百分点。

图 6：受疫情反复影响，服务业和建筑业景气度有所回落（%）



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、三部门发布《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》

为进一步增强我国金融体系的稳定性和健康性，保障我国全球系统重要性银行具有充足的损失吸收和资本重组能力，防范化解系统性金融风险，人民银行会同银保监会、财政部制定了《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》，经国务院同意，现正式发布。

《办法》共七章四十一条，主要内容包括：一是建立了总损失吸收能力监管体系。设定了风险加权比率和杠杆比率两个监管指标，将监管要求分为三个层次：第一层次为最低要求，风险加权比率和杠杆比率应于 2025 年初分别达到 16%、6%，2028 年初分别达到 18%、6.75%；第二层次是在最低要求基础上，应满足相应的缓冲资本监管要求；第三层次是在确有必要的情况下，人民银行、银保监会有权针对单家银行提出更审慎的要求。二是明确了总损失吸收能力定义。根据国际统一规则，明确了各类外部总损失吸收能力工具的合格标准，进一步理顺了各类工具的损失吸收顺序。三是确定了监管范围和监管主体。人民银行、银保监会和财政部依法对我国全球系统重要性银行总损失吸收能力情况进行监督检查，并按照法律法规规定和职责分工对总损失吸收能力非资本债务工具的发行进行管理。

出台《办法》是落实二十国集团领导人峰会批准的总损失吸收能力国际监管规则的必要措施，有利于完善我国全球系统重要性银行监管和风险处置的制度框架，增强防范化解系统性金融风险能力。同时，对拓展商业银行主动负债品种，提高我国直接融资比重，促进多层次资本市场发展具有积极意义。下一步，人民银行、银保监会和财政部将加快推动我国全球系统重要性银行建立健全总损失吸收能力管理的长效机制，切实提高风险抵御能力，牢牢守住不发生系统性风险的底线。

2、证监会公布北交所基础制度，基本明确开市时间

10 月 30 日，设立北京证券交易所主要制度规则正式发布。从规则体系看，相关规章、规范性文件、自律规则相互衔接，分别就主要制度安排、信息披露内容和自律管理要求作出规范。从规则内容看，涵盖了发行融资、信息披露、公司治理、监督管理等各个方面。从规则特点看，坚持市场化原则，突出交易所的主体责任，在法律法规及规章的基础上，充分授权北京证券交易所根据市场实际情况制定自律规则。

证监会 10 月 30 日发布北京证券交易所发行上市、再融资、持续监管三件规章以及相关的十一件规范性文件；同时，为做好制度衔接，进一步丰富全国股转系统融资工具，配套修改了非上市公众公司监管两件规章，制定了挂牌公司定向发行可转债两件内容与格式准则。上述规章、规范性文件将于 2021 年 11 月 15 日起施行。

业内人士表示，北交所规则主要平移自精选层。预计市场总体规模不大，融资总额与沪深交易所相比较小，北交所设立开市不会对沪深市场造成冲击和影响。

3、广东、上海试点“全域无隐性债务”，云南、江苏加速地方融资平台清理

上海市 10 月 25 日主持召开市政府常务会议。会议听取了上海市“全域无隐性债务”试点工作推进情况的汇报。为贯彻落实党中央、国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险有关决策部署，经国务院批准，上海市正式启动“全域无隐性债务”试点工作。这是继广东之后又一个宣布启动“全域无隐性债务”试点工作的省份。此前的 10 月 9 日，广东省召开省政府常务会议。会议表示，经国务院批准，广东省全域无隐性债务试点工作正式启动，要切实提高政治站位，健全机制统筹推进，依法依规全面清理存量隐性债务，确保按期完成试点任务。

10 月 26 日，江苏省政府印发关于进一步深化预管理制度改革的实施意见（苏政发〔2021〕58 号），再次强调“加强风险防控，增强财政可持续性”。《意见》包括，清理规范地方融资平台公司，进一步加强融资平台公司经营性债务管理；有序推进地方融资平台公司市场化转型，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算等。此外，云南省政府于 10 月 18 日印发关于完善省以下财政体制深化预算管理制度改革的意见（云政发〔2021〕20 号），包括清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，坚决防止风险累积形成系统性风险等。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：本周央行公开市场净投放 6800 亿元，跨月叠加税期央行增大投放，资金价格维持平稳，11 月万亿 MLF 到期，政府债融资剩余额度仍较大

1）央行的公开市场操作：本周央行公开市场净投放 6800 亿元

本周央行公开市场共有 3200 亿元逆回购和 700 亿元国库现金定存到期，本周央行累计进行了 10000 亿元逆回购和 700 亿元国库现金定存操作，因此本周全口径净投放 6800 亿元。下周央行公开市场将有 10000 亿元逆回购到期，其中周一至周五均到期 2000 亿元。

表 1：本周公开市场操作（亿元）

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	-100	-100	-1000	-1000	-1000
7 天	2000	2000	2000	2000	2000
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	1900	1900	1000	1000	1000

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：跨月叠加税期央行增大投放，资金价格维持平稳。本周税期、跨月双重冲击下央行加大逆回购投放。隔夜资金价格前半周较上周进一步回落，但后半周随缴税走款价格有所走高。双重因素冲击下 7d 资金价格较上周有所上涨。本周五银行间回购利率 R001、R007 加权平均分别升至 2.2656 %和 2.4249 %；交易所回购利率 GC001 和 GC007 加权平均分别升至 2.5020%、2.3280%。

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	1.6465	1.5821	1.9544	1.9778	2.2656
	R007	2.5041	2.4570	2.4520	2.4649	2.4249
	R014	2.5018	2.5082	2.5030	2.4750	2.4018
	R021	2.6213	2.5784	2.6377	2.6004	2.5940
	R1M	2.7042	2.9210	2.7210	2.7520	2.5041
上交所协议回购	206001	4.2070	3.9780	4.2560	4.4120	/
	206007	4.5100	4.4860	4.6770	4.9670	4.7090
	206014	4.7440	5.0520	5.1130	5.1780	5.4270
	206021	5.2440	5.8720	4.7850	5.4090	5.8460
	206030	6.5690	6.5130	6.2920	5.5220	6.2710
利率互换定盘：1Y	FR007	2.3941	2.3896	2.3942	2.3959	2.3914

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

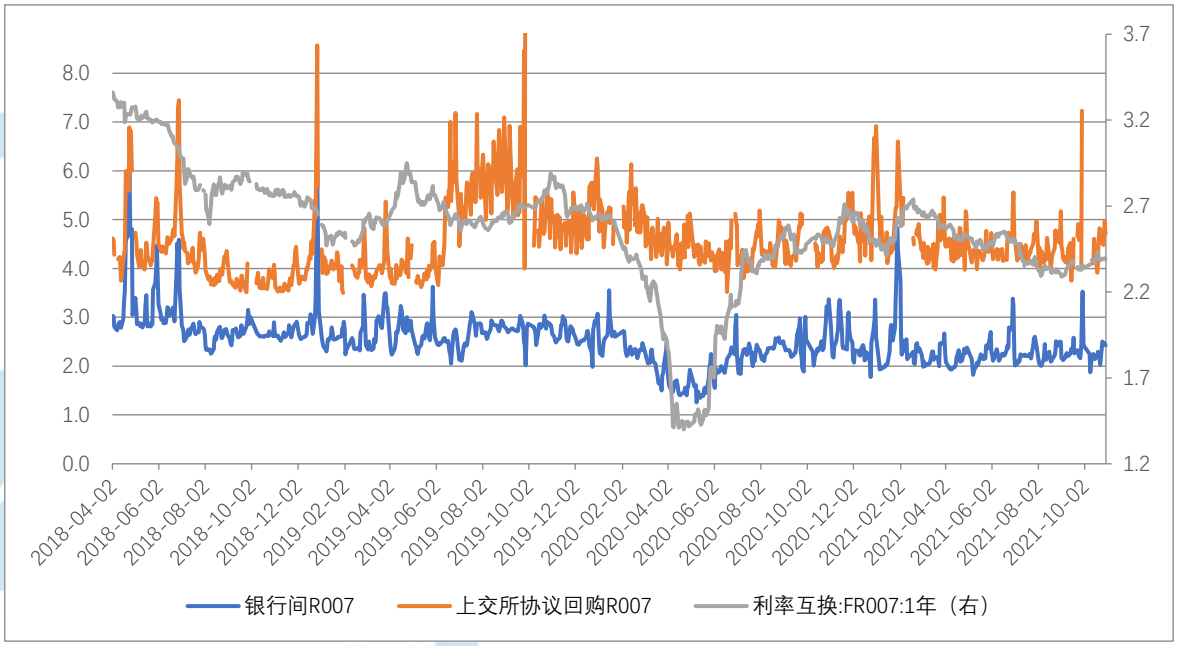
2）资金面的展望：11 月万亿 MLF 到期，政府债融资剩余额度仍较大

本周税期叠加跨月，央行继续增量投放，税期叠加跨月流动性整体宽松，与央行近期表态以及下半年以来的操作一致，未来流动性层面上央行大概率维持当前平衡局面。11 月虽然存在 1 万亿元 MLF 以及 700 亿元国库现金定存到期，但从当前趋势来看央行足量续作的可能性较大。

从政府债供给来看，国债方面，今年前 10 个月国债净融资约 1.5 亿元，与年初制定的财政预算赤字相比差距仍较大，11 月、12 月存在国债净融资增速的可能。地方政府债方面，近期有消息称地方政府专项债于 11 月发行完毕，不再为 12 月预留额度，以此计算，11 月地方政府专项债发行量可能接近 8000 亿元，11 月份到期约为 700 亿元，11 月份地方政府专项债净融资对于资金面压力仍存。

综合来看，11 月份对于资金面的压力仍存：随年末临近，国债、地方政府专项债仍有一定剩余额度，同时存在上万亿的 MLF 资金到期。但央行大概率延续对于资金面的呵护态度，资金面大幅收紧的可能性不大。此外 10 月份以来保供限价政策效果明显，煤炭为首的大宗商品价格多数有所下降，未来高通胀制约货币政策的局面可能逐步转变，后续关注物价走势以及央行表态变化情况。

图 7：本周各期限资金价格回升（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

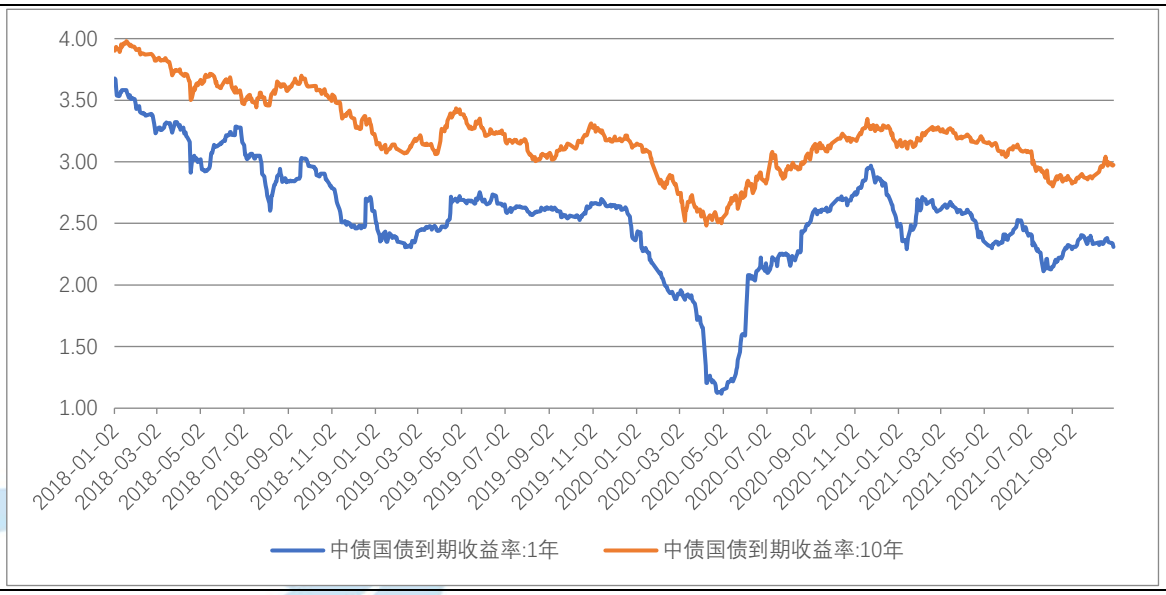
2.2 利率债走势分析：通胀压力仍未消除，债市进入震荡调整期，需要保持谨慎

1）利率债走势复盘：煤炭期货价格继续回落，资金面维持宽松，债市情绪回暖

本周，煤炭期货价格继续回落，资金面维持宽松，长债收益率震荡下行。周一，央行开展了 2000 亿 7 天逆回购操作，当日有 100 亿逆回购到期，净投放量 1900 亿创 1 月以来最大。资金面较为宽松，隔夜加权价格继续回落至 1.65%附近，7d 加权价格因跨月因素提至 2.50%左右。央行大额投放意在对冲地方债缴款压力，较为明确地反映了其维护流动性平衡的态度，当前市场担忧仍然源于近期大宗商品与食品价格的上涨；周二，央行开展了 2000 亿元 7 天期逆回购操作，当日有 100 亿逆回购到期，净投放 1900 亿元，资金面继续宽松，央行近期开始加大公开市场的投放力度，在通胀高企的背景下，这样的宽松环境对债市情绪的提振效果很明显，长债收益率下行；周三，央行开展了 2000 亿元 7 天期逆回购操作，当日 1000 亿元逆回购到期，净投放 1000 亿，央行和财政部 2 个月期国库现金定存中标利率 3.5%，上次为 3.55%，长债收益率窄幅震荡；周四，央行开展了 2000 亿元逆回购操作，当日 1000 亿逆回购到期，净投

放 1000 亿，资金面继续宽松，在美债收益率大幅下行及央行持续大额净投放的推动吓，长债收益率下行；周五，央行开展了 2000 亿元 7 天期逆回购操作，当日有 1000 亿逆回购到期，净投放 1000 亿元，在宽松资金面下，收益率上不去，但在通胀和联储 taper 预期下，收益率又下不去，当天债市继续维持着窄幅震荡的格局。

图 8：本周 10 年期国债收益率回落（%）



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：债市从前期的快速下跌，进入震荡调整期，需要保持谨慎

面对复苏不均衡的经济，央行并没有因通胀而收紧，央行未来操作思路预计仍以维稳资金面为主。近两周央行加大了公开市场对冲力度，特别是本周，本周累计净投放资金 6800 亿元，缴税大月、地方政府债供给压力都被充分对冲，隔夜资金利率跌至 1.5-1.6%区间，一定程度上稳定了市场信心；从央行的操作可以看出，央行并没有因为通胀的压力，而收紧货币政策，依然大额对冲了资金面的压力。在“缺煤限电”导致的原材料价格过高以及全球能源短缺困扰仍未解决的背景下，货币政策若大幅宽松则将进一步推升大宗商品价格，进而进一步挤压下游利润，带来更加严重的经济下滑风险。

通胀压力依然不减，上游资源品价格在调控下预期未来会有回落，但是下游部分食品价格开始上行，特别是蔬菜价格超季节性上涨。最近由于政府的调控，一些上游的资源品尤其是像煤炭期货出现了明显的下跌。在发改委全力稳定煤价的各类政策下，仅 8 个交易日，动力煤期货经历了节后的连续涨停之后又连续跌停，价格从高点 1982 元/吨跌至 970 元/吨。但是现货价格能否同步回落，最终仍将取决于供需缺口的缩小，也即煤炭的供给能否快速回升。而近期，蔬菜猪肉价格的快速上涨，下游一些食品企业开始调价，前期煤炭价格上行，会导致北方地区蔬菜温室大棚的成本上升；油价上升也抬高运输成本，这些因素也会部分助推终端蔬菜、食品价格。上游局部价格的回落能否带来工业品整体的价格持续回落仍有待观察，而下游的通胀预期其实正在慢慢的蔓延和上升。

债市从前期的快速下跌，进入震荡调整期，需要保持谨慎。近期煤炭期货价格下跌有利于缓和市场对通胀担心，但煤炭的供需缺口短期内很难缓解，当前全球主要地区都面临能源短缺问题，加之近期下游部分食品价格出现回升，通胀未来走势仍有较大不确定性。与此同时，货币政策虽然整体稳健的基调不变，但是政策方向逐步向宽信用转变，加之外围全球流动性拐点到来。债市并没有到乐观的时候，一定程度修复之后债市行情又陷入了胶着之中。

2.3 存单与信用债分析：信用债发行回暖，各期限收益率全面下行

1）一级市场发行：存单发行量、净融资额环比下降，信用债净融资额大幅增加

同业存单方面，本周同业存单发行量约 5,972.70 亿元，环比下降 2.37%，到期量约 3,970.40 亿元，环比增加 18.28%，净融资额为 2,002.30 亿元，环比下降 27.47%。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 0.39bp 报 2.3673%，3M 期存单平均发行利率较上周上行 6.37bp 报 2.6069%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 2.94bp 报 2.7566%，9M 存单平均发行利率较上周上行 5.89bp 报 2.8875%。

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 3,240.07 亿元，环比增加13.19%，到期量约2,639.30亿元，环比下降6.46%，净融资额为600.77亿元，环比大幅增加1361.37%。

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下行、信用利差多数收窄

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率全面下行，其中长端下行幅度最大、短端相对较小，5 年期各评级信用债收益率下行 7.97～8.97bp，3 年期各评级信用债收益率下行 5.98～6.98bp，1 年期 AAA 级、AA+级、AA 级信用债收益率分别下行 3.20bp、5.22bp、6.22bp。

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	2.820	10.60%	-3.20
信用债(AAA):3 年	3.221	15.40%	-5.98
信用债(AAA):5 年	3.501	14.80%	-8.96
信用债(AA+):1 年	2.918	8.60%	-5.22
信用债(AA+):3 年	3.400	13.50%	-6.98
信用债(AA+):5 年	3.710	12.00%	-8.97
信用债(AA):1 年	3.068	7.20%	-6.22
信用债(AA):3 年	3.930	17.80%	-5.98
信用债(AA):5 年	4.350	15.60%	-7.97

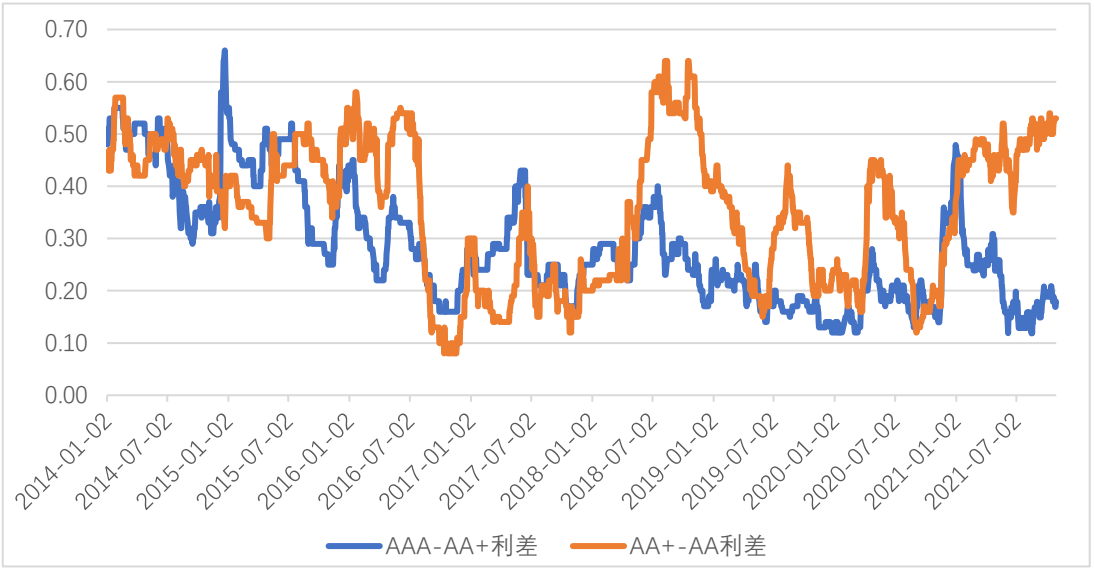
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

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，本周各评级及各期限信用利差多数收窄，5 年期各评级信用利差收窄 6.47～7.47bp 幅度最大，1 年期各评级信用利差收窄 3.44～6.46bp，3 年期 AA+级信用利差收窄 0.91bp，3 年期 AAA 级、AA 级信用债收益率下行幅度不及国开债，信用利差小幅走阔 0.09bp。

期限利差方面，中高评级信用债收益率长端下行幅度最大、短端最小，5 年期与 3 年期、3 年期与 1 年期之间利差均有收窄，AAA 级 5Y-3Y、3Y-1Y 利差分别收窄 2.98bp、2.78bp，AA+级 5Y-3Y、3Y-1Y 利差分别收窄 1.99bp、1.76bp，低评级信用债收益率中端下行幅度最小，AA 级 5Y-3Y 利差收窄 1.99bp、3Y-1Y 利差被动走阔 0.24bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差较上周收窄 1bp 至 18bp，AA 和 AA+之间的利差较上周走阔 1bp 至 53bp。

图 9：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

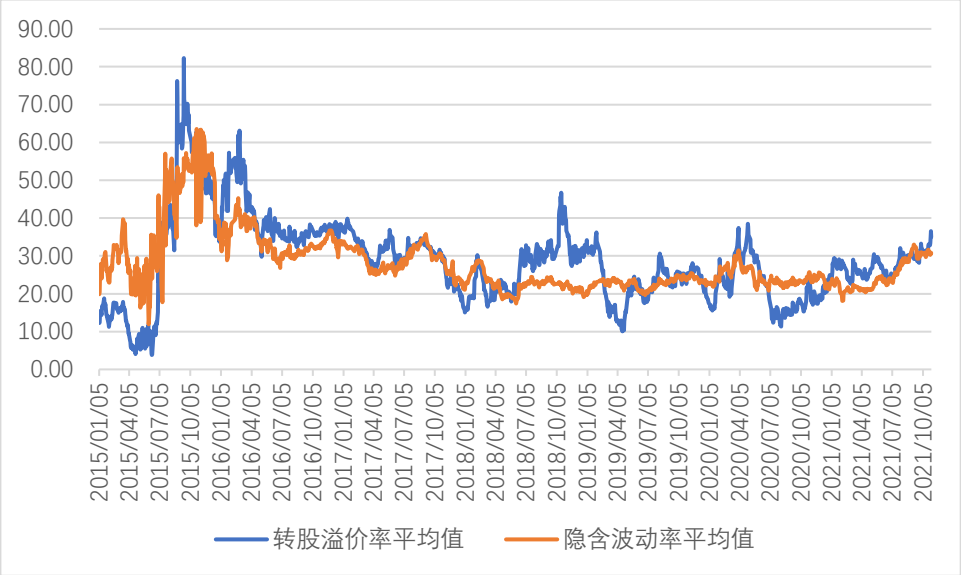
2.4 可转债分析：权益各市场涨跌不一，可转债市场相较权益表现较好，关注新能源、光伏、半导体、双低个券、“专精特新”主题等

1）可转债的走势复盘：权益各市场涨跌不一，可转债市场相较权益表现较好

本周权益各市场涨跌不一，全周看上证指数本周收于 3547.34 下跌 0.98%，深证成指本周下跌 0.29%，创业板指本周上涨 2.00%，中小 100 本周上涨 1.38%。可转债市场较权益市场表现较好，本周上证转债上涨 0.42%至 356.70，深证转债下跌 0.09%至 301.18，中证转债上涨 0.24%至 408.12，其中，天壕转债、起步转债、高澜转债、长信转债、东缆转债等领涨，涨幅第一的天壕转债受正股三季度净利润大幅增长带动，长信等新能源汽车相关转债也出现了明显上行；鼎胜转债、同德转债、蒙电转债、奥佳转债、金能转债等领跌，鼎胜转债属于前期热门赛道的回调，蒙电转债正股三季度出现亏损、出现明显下行，近六成转债录得下跌行情，超高平价、低评级、小规模转债表现较好。一级方面，本周帝欧转债、中大转债、赛伍转债、宏发转债、耐普转债五只转债发行，无转债上市。

从近六年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，本周转债市场转股溢价率震荡上行，隐含波动率震荡下行。转股溢价率上升主要原因是正股在本周表现不佳，使得转债估值被动上升。

图 10：近六年转债转股溢价率和隐含波动率趋势图（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）可转债的展望：长期稳定的盈利能力、后续潜在改善空间以及年内涨幅的重要性因素凸显，关注新能源、光伏、半导体、双低个券、“专精特新”主题等

从短期市场特点而言，历史成长性较高的品种在 10-11 月通常较难拿到超额收益，三季报在统计上也难以起到对行情的有效指引。叠加时间临近年底，高位板块向上动能受到一定限制。这一阶段，相比已经兑现的业绩增长率，长期稳定的盈利能力、后续潜在改善空间以及年内涨幅的重要性会略微凸显。

10 日 26 日，国务院印发《2030 年前碳达峰行动方案》。方案提出，将碳达峰贯穿于经济社会发展全过程和各方面，重点实施“碳达峰十大行动”。分行业看，新能源板块走出强势行情，随着“碳达峰”要求的进一步明确，光伏板块延续了高景气，军工板块正股有突出上涨，但是转债出现了背离。在“碳达峰”大背景下，新能源赛道仍有长期维度的确定性，跟随正股波动上行可能是未来一段时间转债的长期趋势。此外，食品饮料、农林牧渔等大消费赛道，在转债市场已经逐步出现情绪乐观转换，一是因为消费预期修复、猪周期筑底，二是因为对于低价和低估值的避险选择。

转债后续可关注以下方向：（1）从三季报表现来看，新能源汽车、光伏、半导体等高成长性板块的公司仍然保持较高的业绩增速，处于供需格局和竞争格局较好环节的公司仍有较大的上涨空间；（2）转债估值处于高位，“双低”策略（配置低价、低估值的转债）选择出的个券具备配置性价比；（3）在国产化替代以及高精度设备需求旺盛的背景下，中高端制造业订单充足，长期盈利能力向好，建议关注“专精特新”企业中的通用设备、专用设备、电气设备等细分领域的转债。

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：季报提供新方向，新能源依旧为主线

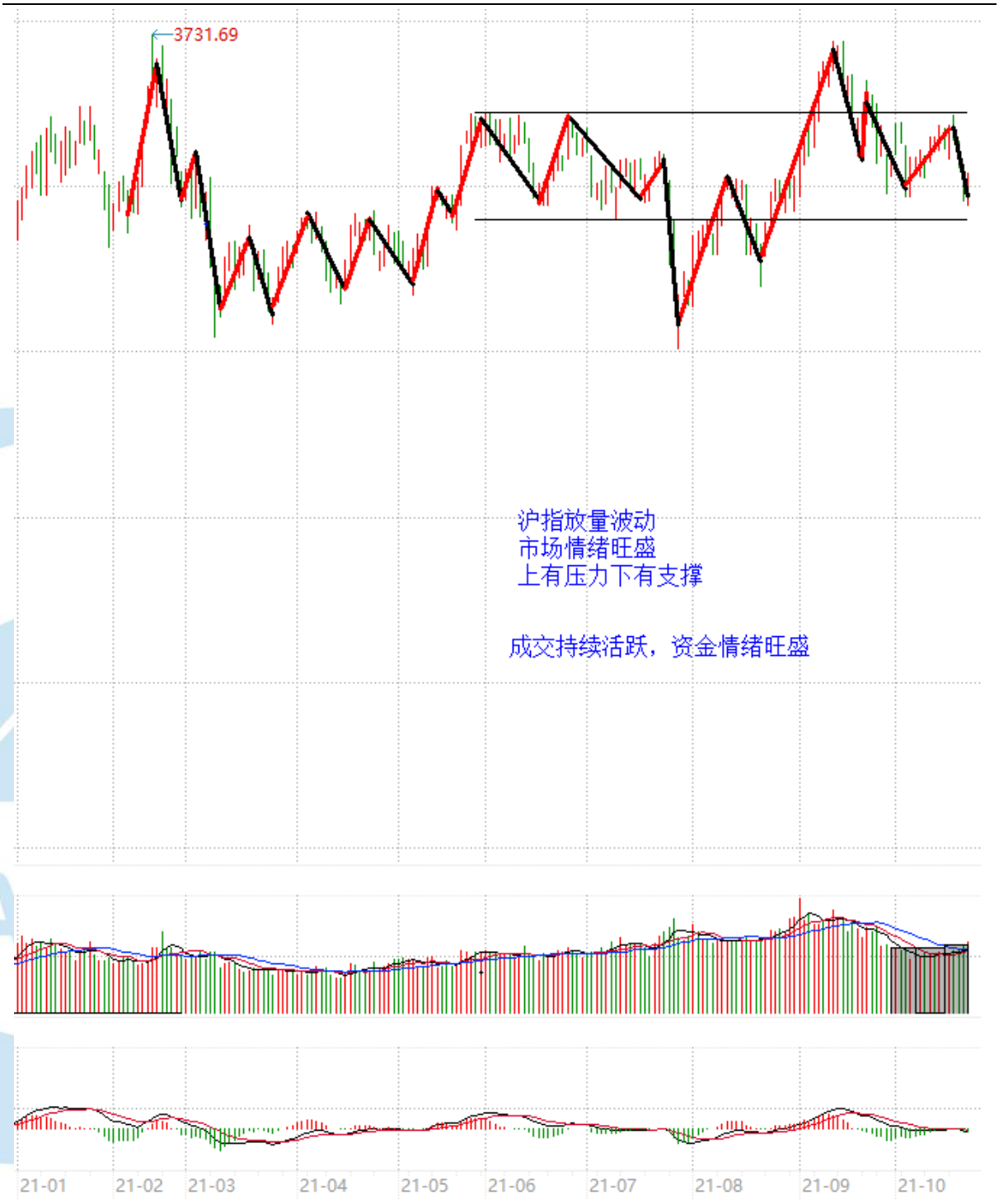
1）权益市场走势复盘——季报披露期振幅较大，新能源龙头全线井喷

本周沪指呈“N”字走势，周线收小阴线。上证综指最终报收 3547.34 点，本周下跌 0.98%。同期深证成指下跌 0.29%，创业板上涨 2.00%。量能方面，上证指数周交投旺盛，板块分化较大。

市场结构方面，受近日发改委印发《2030 年前碳达峰行动方案》的消息刺激，新能源板块表现亮眼，同时本周为财报披露窗口，以军工、电新等高景气行业表现强于需求稳定的大消费板块；周期板块受期货持续暴跌的影响而持续回调，煤炭领跌。其中上证 50 下跌 1.53%，沪深 300 本周下跌 1.03%，中证 500 下跌 0.05%，创业板 50 上涨 2.82%，成长股强于价值股。Wind 茅指数下跌 0.25%，指数收缩量十字星。宁组合本周上涨 3.00%，量能同比放大。经济确认下行后，“核心资产”价值的吸引力逐渐加强。

本周五个交易日，30 个中信一级行业中 10 个实现上涨，其中电力设备及新能源、国防军工、电力及公用事业分别上涨 6.96%、2.64%和 1.69%。20 个行业下跌，煤炭、房地产、家电分别下跌 8.29%、8.20%和 5.92%。总体来看，大盘依旧保持震荡行情，结构性分化明显。

图 11：沪指下方支撑强劲，波动性有望减少



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上涨，道指本周上涨 0.40%，报 35819.5600 点，纳指本周上涨 2.71%，报 15498.3900 点，标普 500 指数本周上涨 1.33%，报 4605.3800 点。

本周公布的美国三季度数据不及预期，当日道指以及标普 500 有所下跌，纳指仍小幅上涨。美股三季报持续发布，多数公司业绩优于预期，旺盛的需求盖过了工业链以及通胀问题，使得市场持续维持乐观。本周美国科技巨头苹果及亚马逊公布的三季度业绩不及预期，其股价当日有所下跌；此外美国另一大科技巨头 Facebook 宣布公司将更名为 Meta，象征公司未来将专注于元宇宙、虚拟现实等新兴领域。

图 12：美股三大股指走势

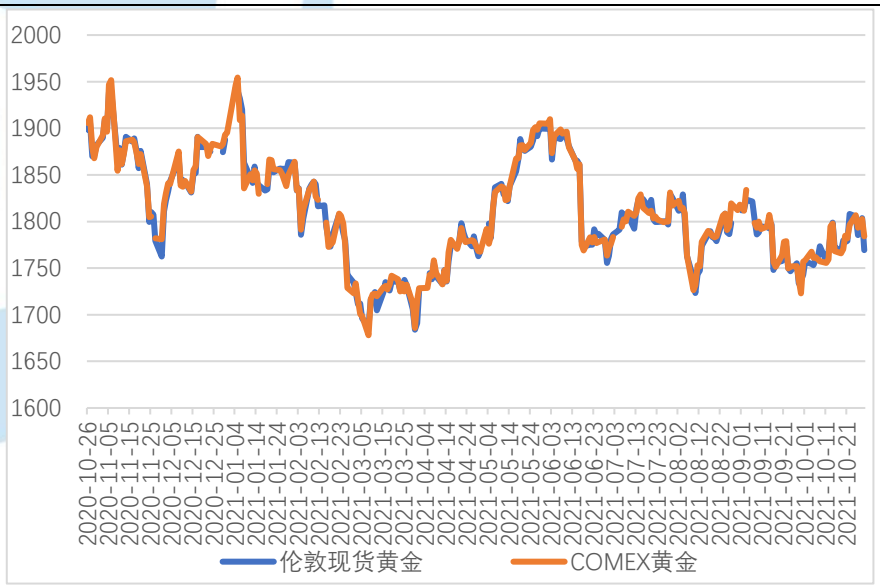


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

3.2 黄金市场分析：Fed 下周会议宣布缩债和明年加息预期增强，金价承压下跌

周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日下跌 34.35 美元，或-1.9%，收报于 1769.15 美元/盎司，全周累计跌幅 2.16%；美国 COMEX 黄金期货结算价下跌 19.7 美元，或-1.04%，收报于 1783.9 美元/盎司，全周累计跌幅 0.69%。

图 13：Fed 政策预期收紧，金价延续下跌（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

金价本周震荡走低，主要与市场预期 Fed 下周决议缩债和明年加息有关，这给金价带来较大压力，但美国经济增长缓慢、劳动力市场严峻使得市场担忧经济陷入“类滞胀”，也限制金价跌幅。

Fed 下周决议会议缩债预期升温，支持美债收益率从而施压金价。从上周 Fed 主席鲍威尔的讲话可以看出 Fed 内部目前对 11 月宣布缩减 QE 几乎已经达到了共识，但在对于何时加息的问题上，鹰鸽两派的分歧依然较大。尽管鲍威尔对持续高通胀的担忧有所加重，但他仍明确表示将很快开始缩减债券购买规模，市场预计 Fed 将在 11 月 2-3 日举行的政策会议结束时宣布区间减少每月购买的 1200 亿美元的美国国债和抵押贷款支持证券（MBS）。

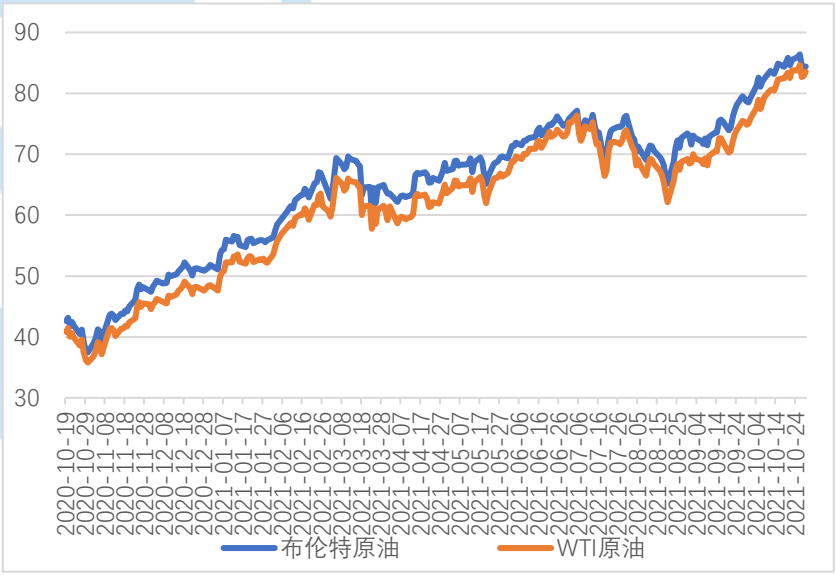
美国三季度 GDP 数据表现远不及预期，也支撑了金价。本周公布的数据显示，美国三季度 GDP 年化季率初值实际增长 2%，预期 2.6%，前值 6.7%。增长放缓原因是 Delta 新病毒株出现，引发疫情反复，进一步加剧了全球供应链的紧张，导致汽车等商品的短缺，高通胀抑制了消费支出，同时财政刺激措施的减弱和飓风“艾达”在 8 月底摧毁了美国的海上能源生产，也给经济带来了压力。另外，疫情未缓解下美国劳动力市场短缺问题依然严峻，部分行业缺少足够的员工进行生产。

下周 Fed 会议或如期宣布缩债计划，金价短期仍面临向下压力，中长期在 Fed 缩表和美元反弹下也将趋于回落。短期看，尽管疫情在欧美国家仍然蔓延，但其在政策考量中的重要性正在逐渐下降，美国三季度经济增速出现疫情后最低水平，四季度有望触底反弹，而中美等主要经济体仍面临产业链短缺下的高通胀问题，因此 Fed 预期在下周及 11 月初宣布 Taper 的概率仍较大，金价短期持续受到抑制。中长期，疫情后半段或将长期处于经济和新冠病毒共存阶段，需求持续疲软，全球经济将维持低增长水平，且全球主要央行在未来 1-2 年内逐渐退出量化宽松政策，各国将不断提高各自的利率水平，相对于发展中国家货币，美元重返升值通道，金价预计将趋于回落。

3.3 原油市场分析：受多头头寸调仓、重启伊核谈判、Fed 预期缩债等影响，油价小幅下跌

周五，作为全球基准的布伦特原油期货合约结算价较前一交易日微涨 0.06 美元，或 0.07%，收报于每桶 84.38 美元，全周累计下跌 1.34%；美国 WTI 原油期货合约结算价上涨 0.76 美元，或 0.92%，收报于每桶 83.57 美元，全周累计下跌 0.23%。

图 14：受多方面因素影响，油价下跌（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

油价本周高位出现一定回落，主要受到以下因素影响：一是月末调整头寸，由于 10 月油价大幅度飙升，多头头寸选择在月底调仓换月，多头头寸的平仓给本周后半段油价带来一些压力；二是受伊核谈判重启消息的影响，如果谈判顺利，或将有更多伊朗原油进入国际市场；三是 Fed 升息预期也对油价不利，由于通胀飙升，市场预期美联储下周决议可能释放更多鹰派信号。

本周是 10 月最后一周，根据惯例月底多头会调整头寸，由于 10 月期间油价大幅飙升，很多多头头寸会选择月底进行调仓换月，多头头寸的平仓给本周后半段油价带来一定压力。

伊朗副外长巴盖里 27 日在比利时首都布鲁塞尔与欧盟对外行动署副秘书长莫拉就伊核谈判举行磋商后说，伊朗同意在 11 月底前重启伊核谈判。市场认为，随着伊朗的表态，中断数月的伊核谈判有望重新提上日程，但鉴于伊美双方分歧依然较大，谈判前景仍不明朗。如果谈判顺利，将为伊朗原油进入国际市场铺平道路，这会给油价带来下行压力。

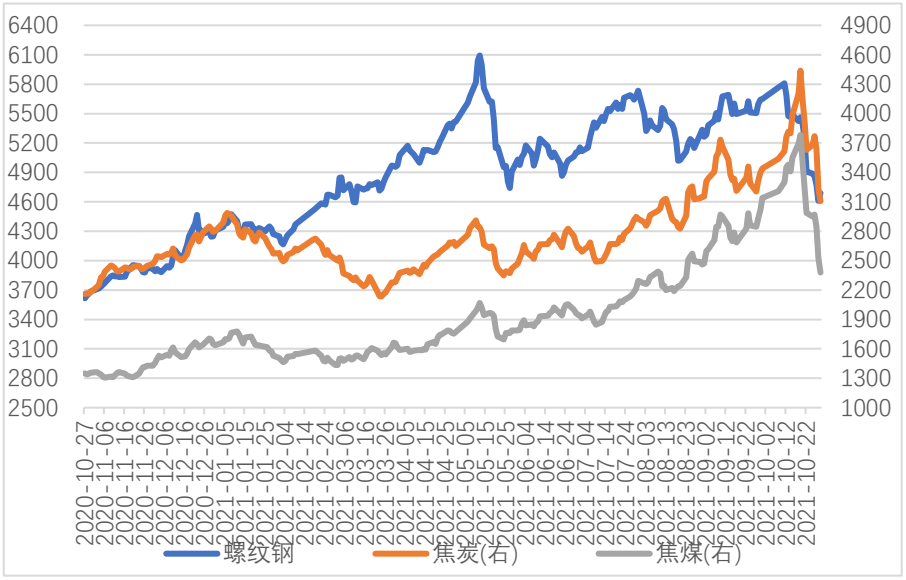
市场预期下周 Fed 决议会议上将宣布缩债计划表，并在明年加息 2 到 3 次，Fed 内部已基本达成一致意见。Fed 政策收紧会导致市场上资金减少，支持美元，从而导致以美元计价的油价承压。另一个支持提前加息的因素是通胀的快速上行，美国 9 月核心 CPI 物价指数同比上涨 4%，8 月核心 PCE 物价指数同比上涨 3.6%，均超出市场预期。

油价短期仍有上涨，中长期油价在碳中和框架内将趋于下行。油价大概率将继续上涨，短期或涨超 2018 年高点 86.74 美元，从而创下 2014 年以来新高，原因是一方面，北半球临近冬季，市场大多预期今年为冷冬，加上天然气涨价带来的替代或转移需求，需求端较韧性，多数机构预测明年每天原油需求将增长 420 万桶至 570 万桶；另一方面，OPEC+采取逐渐增产方式，下周 OPEC+技术会议预计将维持 40 万桶/月的增产幅度，并不能满足需求缺口。中长期看，疫情影响之后的全球经济增速大概率将放缓，叠加“碳达峰”和“碳中和”要求光伏发电、风能、水能、核能等绿色能源替代原油等传统能源，油价长期将趋于下行。

3.4 黑色产业链分析：黑色系基本面仍偏紧，但受国家调控煤价影响，黑色系价格继续暴跌

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周五每吨继续暴跌 217 元，收报于 4690 元/吨，跌幅 3.56%；焦炭价格每吨暴跌 522 元，收报于 3108 元/吨，跌幅 17.54%；焦煤价格每吨暴跌 607.5 元，收报于 2378.5 元/吨，跌幅 19.93%。

图 15：国家调控影响市场情绪，黑色系价格继续暴跌（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周螺纹钢和双焦等黑色系商品继续大跌，其中双焦价格暴跌近 20%，大幅偏离基本面因素，主要与上周国家发改委强力调控煤炭价格有关联，市场投资情绪受到利空因素影响。从基本面看，黑色系供需局面仍偏紧。

“双高”政策及限电限产导致的螺纹钢供需紧张有缓解预期，未来价格或继续下跌。供给端，按照当前减产幅度，预计可以完成今年压减粗钢产量年度目标，加上缺煤限电影响减弱，部分钢企逐步复产，螺纹钢实际产量连续回升，供给抬升施压钢价。需求端，地产强监管下销售偏弱，回款紧张叠加国内信贷融资受限，房企资金紧张制约用钢需求释放，同时去年同期高基数和冷冬预期，未来需求增速有较大下行压力。螺纹钢供需紧张缓解下，库存去化明显放缓，叠加成本端坍塌，未来价格仍将承压运行。

受发改委干预煤炭价格影响，双焦期价继续暴跌，本周几次触及跌停，短期延续弱势震荡。焦炭供需上，山西部分地区焦化厂关停，环保限产有收紧预期，产量维持低位，而下游粗钢压产偏严，下游钢厂铁水产量低位运行，煤炭限价将导致焦煤成本坍塌，短期内或弱势震荡。焦煤供需上，保供政策升级，电煤紧张进一步缓解，而下游焦化厂、钢厂限产较多，低库存下需求略显不足，预计焦炭价格短期亦延续弱势震荡。

3.5 人民币兑美元汇率分析：美国 PEC 物价指数维持高位下美元指数再次上涨，人民币即期汇率小幅回落，关注下周美联储 11 月份 FOMC 会议表态

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.3907，较上周上涨 0.20%。即期汇率报 6.4009，较上周下跌 0.17%。美元指数报 94.1408，本周涨 0.53。

美元指数方面来看，本周美元指数先跌后涨。本周公布的美国三季度经济数据表现不佳，其中第三季度实际 GDP 年化季环比初值升 2%，预期 2.6%，三季度以来 Delta 毒株影响下美国受二次疫情影响严重，就业恢复被迫放缓，供需矛盾也进一步被放大，美国消费依然强劲，但其中不乏物价上涨带动销售数据走高的影响。受糟糕的季度经济数据影响，美元指数当日大幅走低。本周五美国 PCE 物价数据公布，9 月核心 PCE 物价指数月率录得 0.2%，年率录得 3.6%，虽然符合市场预期，但与美联储 2%的目标相去甚远。数据公布前后美元指数快速上涨，平复当周跌幅。由于美元指数上涨集中于周五，国内交易时间已经结束，人民币兑美元汇率与即期汇率走势出现分化，人民币兑美元汇率继续走高，即期汇率小幅回落。

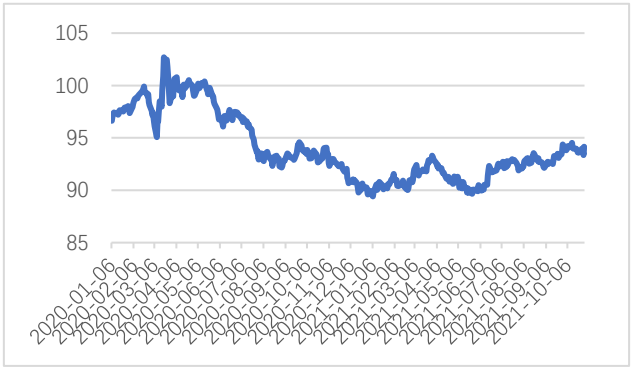
在 Delta 毒株影响下美国疫情反弹，对美国近期就业恢复影响较大，但从每日新增以及其他经济数据来看，美国从 9 月份开始逐步从二次疫情中恢复，这种情况下美联储 11 月份开始 Taper 的可能性仍存。后续随美联储货币政策转向，除 Taper 开始时间外，Taper 整体进度以及美联储对于加息的态度都将成为市场关注的重点。11 月 3 日、4 日美联储将召开 11 月份 FOMC 会议，会上美联储有很大可能决定具体的 Taper 开始时间，后续关注美联储会后发言。

图 16：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 17：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	超配	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。同时价值占优的环境往往意味着市场缺乏指数型机会。投资者需要更加看重公司的边际改善和年内业绩超预期的可能性。建议超配价值。
	成长	标配	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。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、内生增强强劲的企业。
	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。近期受恒大时间影响，大金融类板块估值承压；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。重点券商板块中资产管理规模占比较大的企业。
	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。考虑到当前宏观经济向下，政府大概率会出台“新基建”逆周期调节，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	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，需求侧稳定的消费板块在宏观经济下行下存在比较优势，且今年以来大消费实现较大程度调整，估值存在相对性价比，但考虑到绝对估值处于历史较高位置；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	通胀压力居高不下，大宗商品价格难以回落，债券收益率回升，且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	低配	货币政策进一步宽松空间有限。在地方政府债发行回升的支持下预计未来几个月社融将触底反弹，宽信用逐步发力。总量货币投放平稳之下，宽货币预期将逐步修正，长端利率可能调整。
	短端利率债	标配	财政政策发力，货币政策短期内大幅宽松的可能性有限，收益率曲线偏平，配置价值有所增加。
	城投债	标配	城投债监管回归紧周期意图明显，融资约束下区域、平台持续分化，但地方政府对债券偿付的重视与支持意愿构成一定安全边际，建议谨慎下沉行政级别、严格规避尾部风险；江苏、浙江等经济发达地区利差已压缩至较低水平，进一步资质下沉的性价比弱化，可在债务水平整体可控、利差尚有空间的湖北、河南等省挖掘投资机会。
	产业债	超配	产业债在多地政府积极表态、出台措施加强国企债务风险管控下市场信心有所回升，采掘、化工、钢铁、有色金属行业盈利表现较好，现金流与再融资亦有改善，关注受益于基本面修复和政策面利好共振作用的国企。
	可转债	标配	高波动已经成为了市场的常态，建议当前仍旧围绕市场的核心主线进行配置，成长方向下可以通过均衡和分散配置来降低潜在风险，同时开始布局消费方向的标的，重点仍是把握市场高波动带来的潜在参与机会。主要逻辑方向建议从国产替代与技术升级两大角度去考察，以及出口占比较高的方向，重点关注军工、半导体、汽车零部件、新能源、TMT、医药工业等板块。
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	虽然 11 月美联储可能如期宣布 Taper，目前随着疫苗接种继续推进，全球主要经济体整体延续复苏，对原油需求的增量仍在，IEA 和 OPEC 的报告坚持看好未来原油需求前景。同时 OPEC+仍然严格按照 7 月达成的逐步增产方式来生产，即供给每月增加 40 万桶，而不是一次性大幅增加供给。另外，目前 OPEC、维多能源等预测煤炭、天然气短缺可能导致原油四季度新增 35-50 万桶/天的额外替代需求，有望进一步增添四季度传统原油需求旺季的成色。
	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

成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，波士顿大学工商管理硕士，首席策略分析师。
符旸，SAC 执业证书号：S0640514070001，首席宏观分析师，经济学硕士。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。