大类资产配置季报（2021 年三季度）

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 2021 年 7 月 4 日

摘要

主要观点及结论

- **我们认为三季度以“经济继续恢复但速度放缓，通胀缓慢回落，全球流动性拐点到来”为主要配置思路，建议稳步增长中寻找收益。**权益资产配置中周期逻辑逐步淡化，成长股配置价值显现；债券供给加速，货币政策难松难进，紧信用向稳信用过渡下债券市场资产荒逻辑或有所减弱，长端利率债易上难下，中高等级信用债需求旺盛，提防尾部城投债；美元在 Taper 预期下偏强，人民币转为震荡，黄金仍承压，大宗商品共振最佳时点已过，原油好于有色好于黑色。

宏观经济展望

- **全球宏观：全球经济加速复苏，但恢复仍不均衡，下半年经济增速及通胀预计呈先高后低态势。**二季度，疫苗大范围接种对经济复苏起到重要支撑作用，加上各国政府维持采取宽松的货币和财政政策，全球经济仍处于加速复苏中，欧美地区经济复苏较快。但各国复苏仍存在不均衡性，且一些国家服务业复苏快于制造业，美国经济复苏在二季度加快，三季度或将延续，之后将趋于下降；欧洲经济加快复苏的时间点将晚于美国约一个季度；其他发展中国家经济复苏进度将显著滞后于欧美。此外，因全球经济加速复苏和供需错配导致的大宗商品价格持续攀升，经济面临高通胀压力，也有望在下半年得到缓解。

- **中国宏观：经济延续修复，但复苏继续放缓且动能正在切换，暂时性高通胀不会对经济复苏和政策产生明显不利影响。**国内经济延续复苏，但复苏速度正在减缓，经济或将在二季度见顶，全年季度增速呈前高后低的态势。目前经济动能正处于换挡期，出口、地产投资拉动作用正在减慢，消费、制造业投资继续缓慢修复，正成为经济新的拉动力。6 月制造业和非制造业 PMI 均环比回落，也表明增速边际减缓。CPI 将会温和走强，PPI 或已处于周期顶部，后续将逐渐回落，整体通胀仍可控，不会对经济政策产生掣肘。

- **海外政策：通胀压力下多国央行鹰派信号逐步增强，三季度美联储表态或成左右全球多数国家货币政策的主要因素。**二季度美国经济复苏延续，货币政策维持宽松，但美联储会议中透露的鹰派信号不断增强；财政政策方面拜登政府谋求进一步基建刺激，1.2 万亿基建投资落地可能性增大；二季度末及三季度疫情补贴逐步退出，美国就业改善情况可能对美联储下一阶段货币政策产生影响。全球范围发达经济体整体宽松，部分新兴市场国家货币政策提前转向。三季度是美联储表态转向的关键时期，未来几期 FOMC 会议中美联储很可能进一步透露退出 QE 相关信息。美联储动向及通货膨胀数据将是左右全球多数国家下半年货币政策的主要因素，部分新兴经济体疫情威胁尚存，下半年可能面临疫情及货币政策收紧的双重压力。

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

- **国内政策：三季度货币政策转向可能较小，预计整体维持平衡，但缴税、跨月等时点资金市场波动将增大。**央行二季度货币政策的重点在于“稳字当头”、“精准调控”以及“供求平衡”，工具使用上量价结合引导市场预期。预计三季度货币政策转向可能不大，但仍关注关键时点资金面波动。二季度资金面整体仍维持宽松，但在缴税以及跨月跨季等关键时点上波动性逐步增大，短期资金利率波动尤其明显。社会融资情况整体持续收缩，但收缩速度有所放缓，M1、M2 数据回落见底。此外 6 月份存款利率定价模式调整，意在为引导实体经济融资成本进一步降低打通道路。

大类资产观点

- **利率债：三季度，长端利率继续下行的空间和动能有限，存在一定的回调风险，但即便上行，空间也有限。**消费及制造业投资延续修复，出口和通胀逐步缓慢回落，货币政策虽然整体稳健的基调不变，但是不排除资金面波动加大的情况，加之政府债券供给压力、外围全球流动性拐点到来，利率要完成从当前震荡向下转向中长期逻辑下的下行趋势并非一帆风顺。不过我们认为即便后续利率再度进入上行通道，潜在的上行空间也是有限的，建议投资者保持谨慎等待更好的进场机会出现。
- **信用债：三季度信用债投资仍以高票息中短久期为主，城投债融资约束下区域、平台持续分化，产业债关注受益于基本面修复和政策面利好的国企。**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。三季度仍为评级密集调整期，风险与机会并存。
- **可转债：二季度转债市场随权益市场震荡上行，三季度关注受益于海外需求拉动的周期板块、科技成长及消费、大金融板块等。**4 月以来转债指数波动向上突破前高，5 月在外资流入的带动下，转债跟随权益进入上行行情，6 月转债指数震荡，之后有所回调。转债市场随权益上行但整体涨幅不及权益，今年活跃度较去年上涨，二季度更优。预计转债与权益类似会呈现出结构性行情，建议从正股以及性价比角度自下而上分析，转债建议关注受益于海外需求拉动的周期板块、科技成长及消费、大金融板块等。
- **权益：三季度依旧增速为王，市场将延续宽幅震荡下的结构性行情。**受益于中国经济稳中向好的发展态势，A 股二季度市场表现为震荡上行，创蓝筹为代表的中国新经济核心资产大幅跑赢市场。预计三季度市场将持续宽幅震荡，结构性行情将延续。投资策略上，建议维持谨慎乐观，挖掘基本面持续爆发的相关个股。投资者应加大研究深度，自下而上挖掘优质个股带来的投资机会。战术方面不易追涨杀跌，或以高抛低吸把握波动性机会。行业配置上，当下可重点关注受益于上游原材料涨价逐步缓解的下游制造以及受通胀和货币政策收紧预期打压的 TMT 科技军工。
- **原油：受需求回暖影响，油价二季度单边上行，三季度有望达到周期性高点后开始回落。**二季度国际原油价格呈单边上行态势，主因是 OPEC+仍保持较大的减产力度，以及随着疫苗接种和经济持续复苏，人们出行增加，原油需求明显提升。考虑到供需及地缘政治等因素，油价下半年预计仍将有一段时间内冲高，然后升至本轮周期性高点后，将出现回落，中枢高点落在三季度的可能性较大。
- **黄金：金价二季度冲高回落，目前已处于下行通道，三季度或继续回调。**二季度，金价出现阶段性冲高回落，呈先升后降、倒“U”型态势，期间最高冲至 1900 美元以上，目前再次回落到 1800 美元之下，金价的回落主要是受到美联储 Taper 预期的打击。随着美联储 Taper 信号渐显，通胀下降，真实利率上升，预计下半年金价将震荡下行，中枢相比上半年将下移。不过由于通胀具有预期性和延续性，美国通胀压力短期内将持续，加上政策打压导致加密货币价格大跌使得对黄金的需求增加，金价中枢预计不会太低。

风险提示：货币政策超预期收紧 信用风险集中爆发

目录

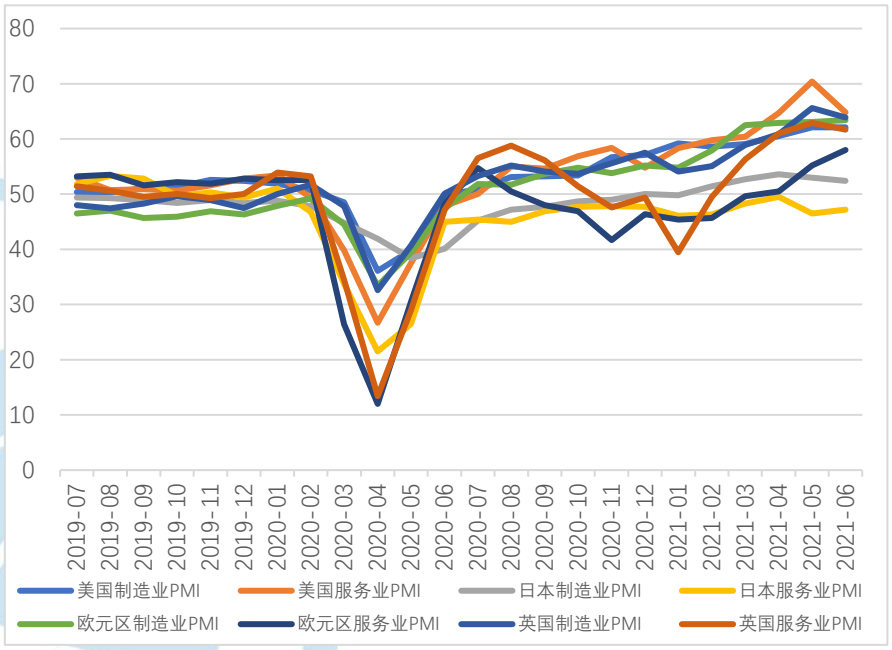
一、 宏观环境.....5
1.1 全球.....5
1.2 国内.....6
二、 金融流动性.....8
2.1 全球.....8
2.2 国内.....9
三、2021 年上半年大类资产相对价值.....11
四、资产配置.....12
4.1 利率债.....12
4.2 信用债.....14
4.3 可转债.....22
4.4 权益市场.....23
4.5 原油.....25
4.6 黄金.....26
五、 总结.....28

一、 宏观环境

1.1 全球：全球经济加速复苏，但恢复仍不均衡，下半年经济增速及通胀预计呈先高后低态势

二季度，全球主要经济体仍处在加速复苏中。尽管 Delta 等新病毒株导致印度、英国等国确诊病例大幅反弹，但疫苗接种率提高仍对经济复苏起到重要支撑作用，加上各国政府维持采取宽松的货币和财政政策，全球经济仍处在加速复苏中。在接种率较高的美国、欧盟等地区，近期公布的经济数据表明，6 月欧元区经济景气指数继续超预期回升，服务业信心指数改善明显；美国 5 月份消费支出增长趋缓，继续推高核心 PEC 物价指数，此外美国 6 月新增非农就业 85 万人，高于预期值 72 万人和前值 58.3 万人，但失业率 5.9%高于前值 5.8%，劳动参与率 61.6%，与前值持平。发达经济体制造业和服务业 PMI 基本处在 50 以上的复苏区间，个别国家的 PMI 指标甚至维持在 60 以上的高景气区间，也表明经济复苏状况较好。

图 1：主要经济体 PMI 处于景气空间 （%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

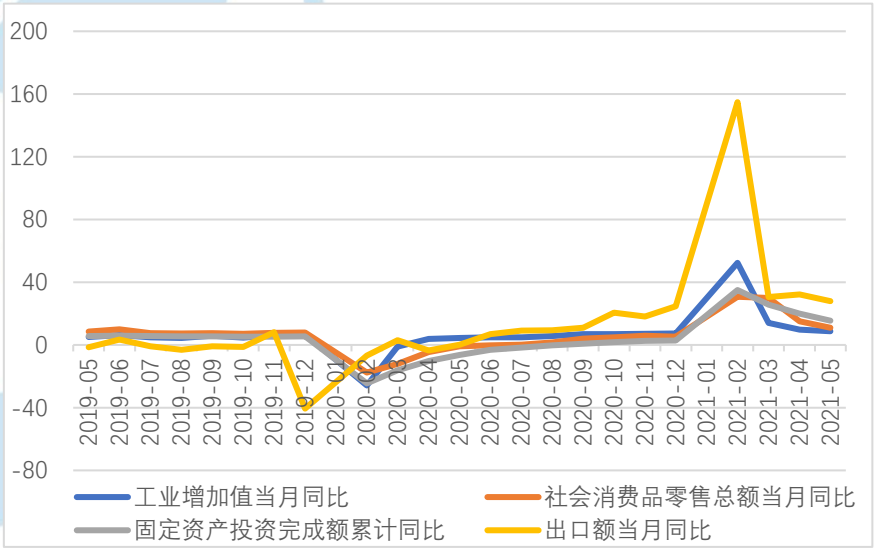
各国经济复苏仍存在不均衡性，欧美三季度经济复苏态势延续。一是疫苗可获得性和民众自愿接种率影响，各经济体复苏步伐不一致，一般来讲，接种率较高的国家，经济复苏也较快。美国作为第一梯队，经济在二季度进入明显加速修复阶段，因为去年同期基数较低，预计三季度将继续加速复苏。欧洲国家作为第二梯队，疫苗接种速度要慢于美国，经济加速修复的时间点也比美国应该晚，大概延后一个季度，预计欧洲经济将于三季度明显加速。大部分发展中国家为第三梯队，由于受到政策刺激力度不够、疫苗接种率普遍较低等因素的影响，经济复苏将显著滞后于欧美，经济回复的时间也相对较长。二是服务业的复苏将快于制造业。从月度 PMI 数据看，6 月美国、欧元区的法国等国家的服务业 PMI 指标已经超过制造业 PMI，6 月美国服务业 PMI 为 64.8，制造业 PMI 为 62.1，均处于高景气区间，但服务业指标高于制造业，此外德国等国家的服务业 PMI 环比增加，说明这些国家的服务业正加速复苏。究其原因，疫情下财政政策对居民收入的高额补贴大幅推升了商品消费，但随着疫苗接种和社交隔离的解除，人们生活逐渐回归正常化，交通运输、住宿餐饮等服务消费得以加速修复，短期内甚至出现报复性反弹。

通胀压力下半年有望缓解。随着经济活动的大范围重启，以及人们对商品及服务的需求加速上升，二季度商品价格持续攀升，物价水平出现明显上涨压力，下半年有望逐步缓解。支撑通胀快速上升的因素归纳起来包括经济持续修复下消费前景较乐观、财政高额补贴下居民可支配收入大增、供需错配导致上游大宗商品价格持续上涨。美国通胀尤其引人关注，由于主要大类资产均由美元定价，美国通胀上升无疑将影响全球资产价格，并外溢到其它国家，形成全球通胀风险。在两轮财政刺激和原油价格上涨的推动下，今年以来美国 CPI 和 PCE 同比快速上升，从 1 月的 1.4%分别升至 5 月的 5%和 3.9%。后续看，下半年大宗商品价格或将继续维持高位，但增速将因为基数效应而明显回落，一方面，全球经济持续复苏将继续使得对原油、铁矿石、铜等大宗需求仍保持高位，但另一方面，美联储等主要释放 Taper 信号，全球流动性或将收紧，也抑制对大宗商品的投机需求。此外，受大宗商品价格同比回落和美国财政对居民部门的补贴取消的影响，下半年美国 CPI 通胀压力也将逐渐消退，同比增速或呈前高后低态势，全年 CPI 约处于 3%上下。

1.2 国内：经济延续修复，但复苏继续放缓且动能正在切换，暂时性高通胀不会对经济复苏和政策产生明显不利影响

国内经济尽管延续修复，但由于基数效应和政策效果减退，复苏速度正在减缓，经济或在二季度见顶，预计季度经济数据呈前高后低的态势。因为去年基数较低，中国经济全年同比增速有望维持在 8%以上（IMF 刚刚将中国经济增速从 8.2%上调至 8.5%），但从工业增加值、社会消费品零售总额、固定资产投资等主要经济指标的最新数据看，经济复苏动能从二季度似乎已经开始减弱，且经济动能正处于换挡期，出口、地产投资拉动作用正在减慢，消费、制造业投资则继续缓慢修复，正成为经济新的拉动力。第一，随着新增专项债发行提速和预算支出进度的上升，基建投资存在小幅回升的可能；第二，制造业投资延续复苏势头；第三，随着疫情有效可控和就业上升，居民消费信心将增加，边际消费倾向上升；第四，疫苗接种下海外疫情将有所改观，替代效应将下降，经济复苏仍维持出口高景气度，但增量有限。

图 2　经济复苏动能转换，消费和投资特别是制造业投资正成为新拉动力（%）

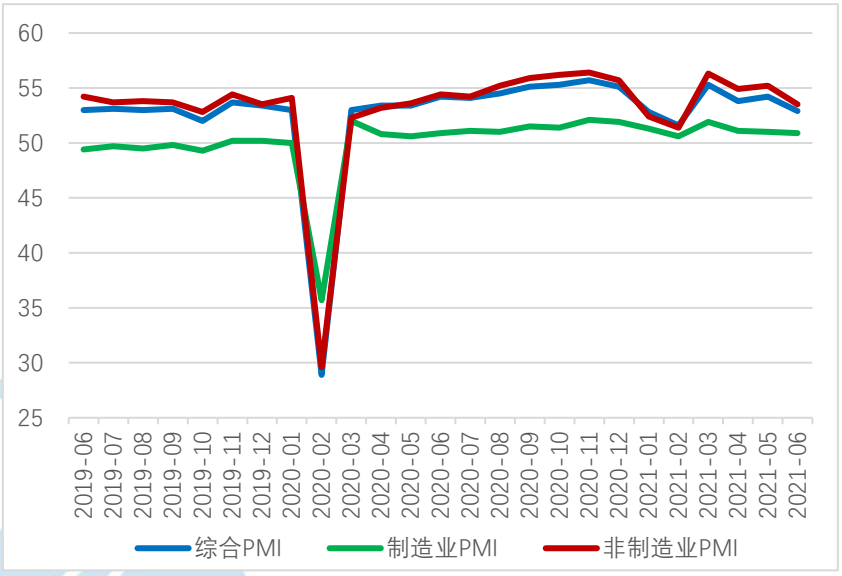


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

景气度方面，具有先行指标的制造业和非制造业 PMI 数据均环比回落，也表明中国经济增速边际减缓。6 月官方制造业和非制造业 PMI 双双下降，制造业 PMI 为 50.9，低于上月 0.1 个百分点；非制造业 PMI 为

53.5，较上月回落 1.7 个百分点。从制造业 PMI 各主要分项指数可以看出：一是供需收敛，动能结构边际转换。6 月生产指数为 51.9，较上月回落 0.8 个百分点，主因是近期部分企业生产活动受到芯片、煤炭、电力供应紧张以及设备检修等因素影响，但新订单指数小幅上升 0.2 个百分点至 51.5，反映市场需求保持增长；二是内外需出现边际分化，反映外需的新出口订单指数连续 2 个月处于收缩区间，反映内需的新订单指数淡季仍然坚挺；三是价格指数仍处于高位但大幅下滑，拖累生产同步回落，尤其是中下游企业回落明显，此前公布的 5 月工业企业利润数据也显示，大宗商品价格上涨加剧了利润在上下游企业间的差异，中下游企业压力显现。

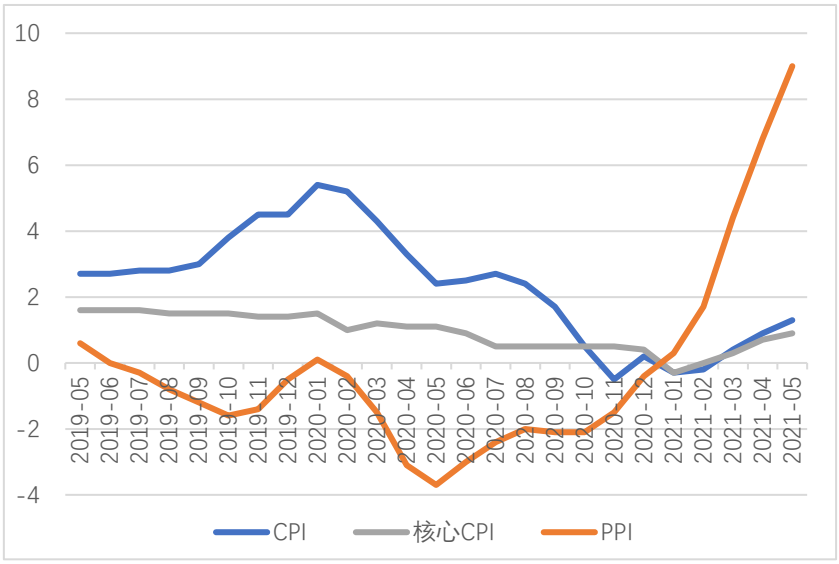
图 3　PMI 数据表明经济复苏放缓，且动能正在转换（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

价格通胀方面，在需求上升和上游原材料传导作用下，5 月 CPI 同比上涨 1.3%，涨幅扩大 0.4 个百分点，同时大宗商品价格持续上涨继续推升 PPI 同比上涨 2.2 各百分点至 9%。后续看，伴随内需的弱复苏，以及猪肉价格增速即将触底，服务业价格持续复苏，预计后续 CPI 同比增速将会温和走强，全年在 1.5%-2%之间；5 月 PPI 或已处于周期顶部，6 月及下半年同比增速将逐渐回落，年底回落到 5%左右，全年平均在 4.5-5.0%上下，因此整体通胀仍可控，不会对货币政策调整产生掣肘。6 月 PMI 数据中价格指标也表明，在发改委等部门调控政策的影响下，制造业价格指数大幅下滑，价格再上涨动力明显减弱，其中原材料购进价格指数和出厂价格指数分别下跌 11.6%、9.2%至 61.2%和 51.4%。

图 4　未来 CPI 预计温和走强，PPI 或触顶回落（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

二、 金融流动性

2.1 全球：通胀压力下多国央行鹰派信号逐步增强，三季度美联储表态或成左右全球多数国家货币政策的主要因素

回顾 2021 年二季度，尽管局部国家地区疫情反复仍然严重，但是全球经济整体呈复苏态势，全球范围内的长期宽松货币政策以及需求恢复导致大宗商品涨价明显，部分国家通胀数据高涨。

美国经济复苏延续，货币政策维持宽松，鹰派信号不断增强。美国二季度消费领先生产的复苏格局延续，财政补贴限制了民众的复工意愿，通胀数据连续超预期。同期货币政策基本不变，美联储整体维持鸽派，但发言中传达的鹰派信息逐步增加，而且转鹰程度超过市场预期：在 4 月份的 FOMC 会议声明中美联储认为疫情风险仍存，通胀上升是暂时的，货币政策转向遥远；然而在下个月公布（5 月 20 日）的 4 月会议纪要中显示，美联储部分官员已经呼吁在未来几次会议上开始讨论缩减 QE，鹰派程度略超市场预期；在 6 月份 FOMC 会议声明中美联储进一步转鹰：声明中美联储上调了经济及通胀预期，进一步讨论了是否要将制定缩减 QE 的具体计划提上日程，而且根据其利率点阵图显示其未来加息时点可能提前。美联储目前的货币政策受到就业率以及通胀的双重压力：一方面 3 月份以来美国通胀水平不断提升，另一方面美国就业恢复放缓，就业水平距疫情前仍存差距，主要原因在于疫情期间经济补贴尚未退出，群众复工意愿不足，导致消费受补贴拉动的同时生产没有同步恢复，同时国际疫情恢复不均衡，部分原材料价格上涨，最终推动了美股通胀数据快速上涨。近日公布的美国 6 月份非农就业数据超预期，但就业率反而较 5 月份下降，原因肯能在于随补贴逐步退出，美国民众复工意愿增强，重返劳动市场，但找到工作仍需时间。这对于美国经济复苏是一个积极现象，在民众复工意愿恢复的情况下美联储可能进一步支持实体经济以提供更多的就业岗位，数据公布当日美元指数下行。

财政政策方面拜登政府谋求进一步基建刺激，三季度疫情补贴逐步退出。拜登政府继一季度 1.9 万亿元美国救援计划通过后谋求在基建方面进一步投资，但其在 3 月末提出的 2.3 万亿美元计划受到的阻力较大，民主党和共和党在支出规模以及增税方面存在较大分歧，为此民主党于 5 月份将计划支出规模缩减至 1.7 万亿美元，于 6 月份又将计划支出缩减至 1.2 亿美元，目前两党对于次折中方案达成协议，但进一步

推进仍存变数。随美国疫情控制持续稳定，美国部分州额外补贴将于二季度末及三季度退出，该背景下美国 6 月份非农就业数据超预期，对于美国进一步就业以及通胀状况的影响有待观察。

全球范围发达经济体整体宽松，部分新兴市场国家货币政策提前转向。欧洲央行仍然维持宽松的货币政策，上半年欧洲整体复苏不及美国，通胀压力同样较美国较低，欧洲央行内部虽然对于购债速度存在争议，但总体认为目前对于退出紧急资产购买计划的讨论还是过早。大部分其他发达经济体央行虽然维持当前的宽松货币政策不变，但面临不断上涨的通胀数据开始暗示提前宽松会提前。新兴市场国家同样面临较重的通胀压力，部分国家被迫提早收紧货币政策。

预测下半年随补贴退出美国就业状况将缓慢好转，而全球供应链恢复仍需时间，通胀中短期内仍将持续，支撑美联储维持宽松货币政策的条件逐步转化，美联储缩紧 QE 的可能性增强，三季度很可能是美联储表态转向的关键时期。发达国家多数疫情已得到控制，经济恢复不及美国，继续维持货币宽松的动力仍存，但面对通胀压力以及美国货币政策转向可能，未来政策不确定性较大。部分新兴经济体疫情威胁尚存，下半年可能面临疫情及货币政策收紧的双重压力。

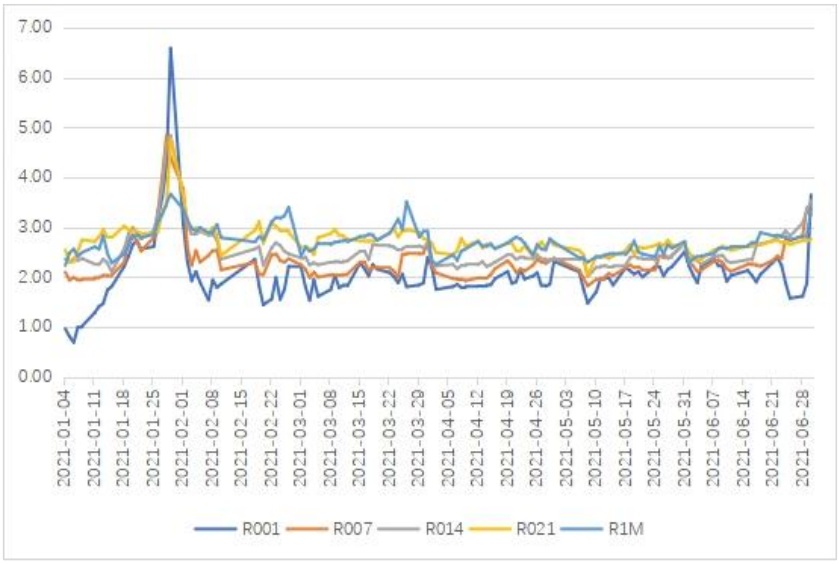
2.2 国内：三季度货币政策转向可能较小，预计整体维持平衡，但缴税、跨月等时点资金市场波动将增大

二季度央行传达的货币政策信息重点在于“稳字当头”、“精准调控”以及“供求平衡”。6 月 28 日央行召开了货币政策委员会二季度例会，对二季度货币政策工作以及将来工作重点进行了总结，相比一季度例会本次会议新增、变更的主要观点有：一、经济方面对内强调稳中加固，对外强调防范外部冲击；二、货币政策方面强调了货币政策“维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性”，一方面目前经济恢复速度边际放缓，需要货币政策后续提供支持，另一方面二季度市场上不乏货币政策趋紧的观点，再次央行再次强调货币政策方向稳定；三、在利率改革上“调整存款利率自律上限确定方式，继续释放贷款市场报价利率改革潜力”，央行调整存款利率定价方式的主要目的可能在于将存款利率的降低传导到贷款端，降低实体经济融资成本；四、对实体经济支持方面央行提出研究设立碳减排支持工具。

货币政策工具在数量及期限上精确调控，注重通过操作数量及价格向市场传递信息，在关键时点略微加大支持，与央行在各大会议上传达的信息相符。回顾二季度央行公开市场操作，二季度央行公开市场操作净投放约为 1000 亿元，逆回购基本维持每日 100 亿元续作，但在跨期前一周降每日投放量提升至 300 亿元；从 4 月份开始央行每月开展一个月国库现金定存操作；MLF 基本等量续作。

资金面整体仍维持宽松，但在缴税以及跨月跨季等关键时点上波动性逐步增大，短期资金利率波动尤其明显，银行间 6 月 30 日隔夜价格 R001 上升至 3.65%，为 1 月末以来新高，资金面由 2 月份以来的长期宽松局面逐步转化。银行存单方面 1 个月存单自一季度末收益率上涨，3 个月至 1 年存单收益率缓慢下降。从资金面来看宽松预期仍存在，但是宽松形式由市面上流动性过剩转化为流动性收紧但对于未来政策预期宽松。

图 5　资金面整体平稳，季末短期资金价格波动增大



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

4、5 月份社会融资情况整体持续收缩，但收缩速度有所放缓。二季度社会融资情况相较 2020 年回落较大，但仍小幅高于 2019 年水平。2020 年二季度疫情逐步得到控制，生产恢复，政策刺激较大，融资需求旺盛；今年在经济恢复状况较好以及控制宏观杠杆率的大背景下社会融资情况逐步恢复常态。分项目来看人民币贷款较去年同期有所减少，但相比前年仍有明显增长；非标融资持续退出；受财报季及政策影响，5 月份企业债券融资转负；政府债券融资相较一季度明显加速。二季度 M1、M2 数据回落见底，去年 M1、M2 数据自 3 月份上升加速，今年 4、5 月份数据回落很可能源自基数效应以及宏观政策双重影响。

图 6　社会融资规模收缩放缓，M1、M2 同比回落见底



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

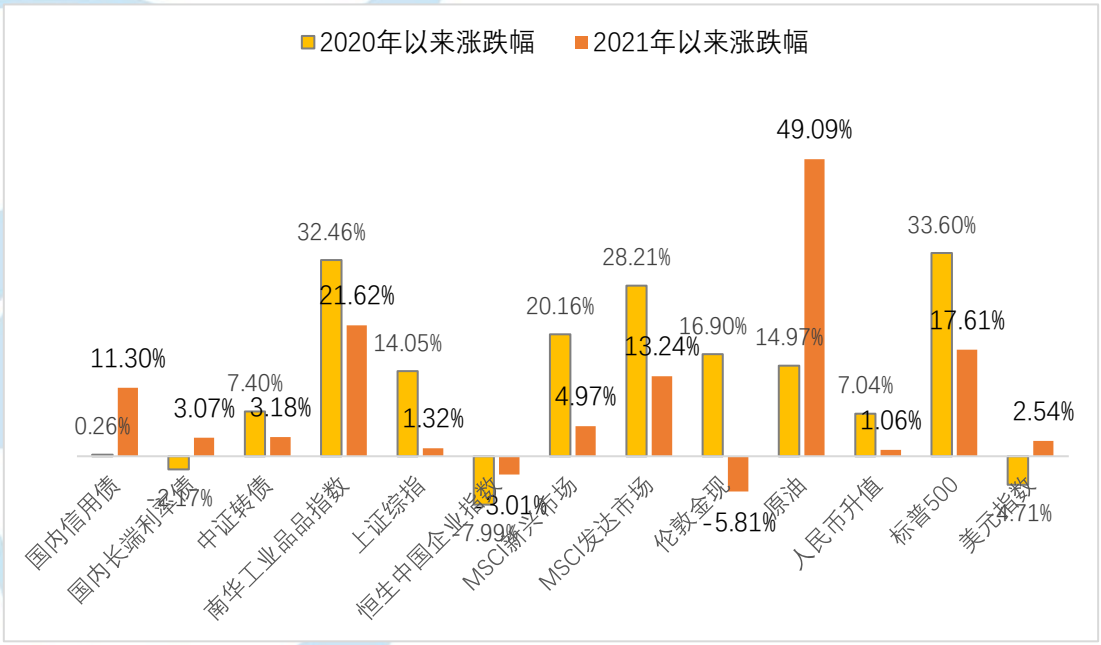
三季度货币政策转向可能不大，关注关键时点资金面波动。展望第三季度，中国经济面临基数效应减弱、出口拉动放缓等问题，外部带来冲击的可能性仍存在，经济重点在于维稳加固，货币政策主要任务则

要“维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性”。总体来看货币政策转向的可能性小，大基调上将维持目前的平衡状态。但从今年 1 月末以及 6 月末的资金面变化来看，央行更多关注引导市场对于中长期货币政策的预期，允许关键时点资金面出现短期波动。从一、二季度资金面波动情况来看，资金面宽松程度已有所减弱，在缴税、跨月时点波动逐步明显，预计下半年此类波动将进一步增大。

存款利率定价模式调整，意在为引导实体经济融资成本进一步降低打通道路。6 月份央行通过了优化存款利率自律管理方案，将存款利率定价模式由目前实行的“基准利率×上浮比例”调整为“基准利率+基点”的模式。目前来看调整定价模式后短期存款利率小幅上升，长期存款利率下降幅度较大，商业银行存款结构中短期存款占比较大，因此经测算本次调整后商业银行负债端成本变动有限。正如二季度货币政策委员会例会中提及“调整存款利率自律上限确定方式，继续释放贷款市场报价利率改革潜力，推动实际贷款利率进一步降低”，本次调整的意义主要在于优化了了存款利率定价模式，后期央行可能通过调整基准利率引导商业银行逐步降低存款利率，并通过调整 MLF 利率的形式降低 LPR 以及贷款利率，最终达到降低实体经济融资成本的目的。目前中国宏观杠杆率较高，已达到发达国家水平，但利率明显高于发达国家，未来在控制杠杆率扩张的同时，国家也将谋求降低存续债务利息带来的压力。

三、2021 年上半年大类资产相对价值

图 7 上半年信用债比利率债表现好，商品比权益表现好



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

从大类资产的表现中可以看出：1）今年上半年，除了 1 月底缴税引起的阶段性紧张之外，资金面持续宽松，信用债收益率整体下行，中低等级和短融下行幅度更大，反映出在资产荒的大背景下，市场有适度拉长久期和信用下沉的操作以获取较高的票息，然而长端利率债整体下行幅度较小，反应出在通胀和经济持续复苏的状态，投资者对于未来利率走势的担忧。2）A 股在一季度整体震荡下跌，二季度 5 月中旬前宽体震荡，二季度后半段突破箱顶挑战 2 月高点，在业绩窗口以及汇率波动背景下出现显著分化，市场重回成长风格，创业板表现占优。3）在全球通胀预期升温的背景下，原油成为上半年表现最好的资产，布伦特原油期货结算价由年初的 51.09 美元上涨到 76.17 美元，涨幅 48.4%，其次是大宗商品，南华工业品指数上半年涨幅 21.62%，5 月以来在政策调控下，国内大宗商品的上涨趋势放缓。4）今年一季度，随着海外

经济回升趋势逐渐明朗，美元指数上涨 2.87%，在东南亚疫情反复带动全球贸易对中国出口依赖度提升，进而推升贸易顺差的背景下，人民币前期经历了一季度的贬值后于 4 月开始重新升值，尤其是 5 月最后一周，上涨斜率陡峭，在岸美元兑人民币也一度突破 6.4 关键点位，最高升至 6.36 附近，随后改为小幅震荡，6 月底回到 6.46 的水平。

四、资产配置

4.1 利率债：2021 年二季度长债收较一季度明显下行，下半年，经济及通胀缓慢回落的过程中，长债仍有调整风险

1）2021 年二季度利率债走势回顾：各期限利率债收益率均下行，短端下行更多，期限利差小幅走阔

2021 年二季度债市收益率小幅下行，10 年期国债收益率下行 11BP 至 3.08%，收益率绝对水平回落到历史 1/4 分位数。5 年期国债下行幅度最小，1 年期国债在资金面持续宽松的作用下，下行幅度最大，10 年-1 年利差方面，二季度小幅走阔，国债 10 年-1 年利差处于历史中位数以下。

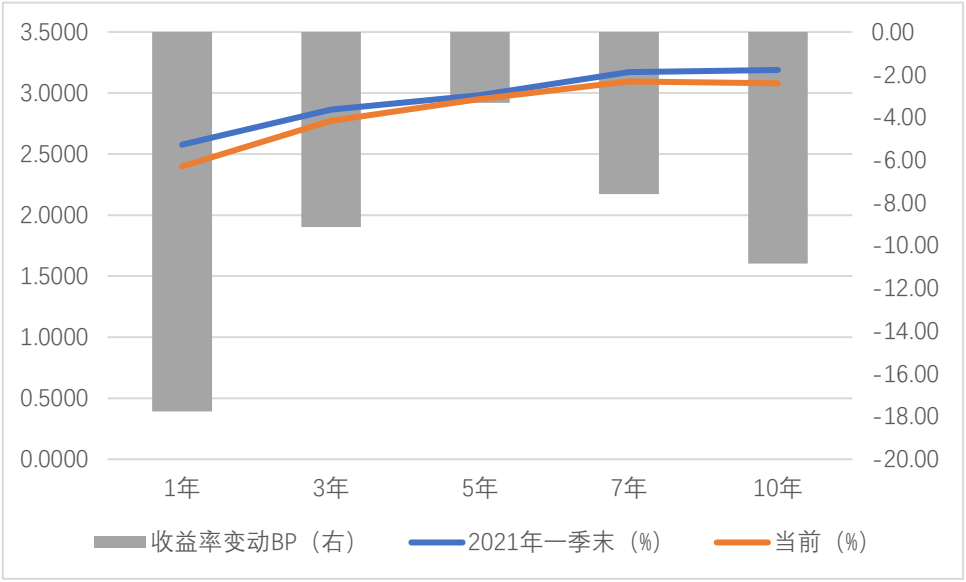
表 1：国债关键期限利率变化

国债期限	2021 年一季度末（%）	当前（%）	收益率变动 BP（右）
1 年	2.5770	2.3994	-17.76
3 年	2.8635	2.7722	-9.13
5 年	2.9836	2.9504	-3.32
7 年	3.1708	3.0949	-7.59
10 年	3.1887	3.0803	-10.84
10-1 利差	0.6117	0.6809	

资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

2021 年二季度 10 年期国债收益率在信用收缩以及资金面持续宽松等利好因素作用下，震荡下行。具体来看：（1）年初以来社融增速持续快速回落，上半年信用收缩的格局形成；（2）二季度，资金面持续宽松，跨月跨季以及大额缴税时点均平稳度过；（3）货币当局对于通胀的表态始终认为其是输入性、结构性、暂时性，并未构成对货币政策的实质性影响；（4）政策层面开始调控大宗商品，国务院常务会议密集谈及大宗商品，带动原材料类大宗商品价格显著下行。但是，相较于短端，以及信用债收益率，长端收益率下行幅度较小，主要原因在于，经济恢复力度韧性较强，且 PPI 持续走高，5 月达到 9%的高位，但是对债市形成一定的压制。

图 8：短端利率上行幅度较大



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）2021 年一季度利率债展望：出口和通胀回落缓慢，货币政策按兵不动，三季度债市还将面临利空因素影响

从经济角度看，经济下半年将保持复苏态势，增长动能或将趋缓。从季度视角看，2 季度的经济处于温和复苏状态，下半年开始，预计经济在地产销售、出口小幅回落，基建、消费对冲力度偏弱综合影响下，会逐步走弱。出口对经济的贡献或将下行，随着美欧生产端的恢复，我国出口在过去一年多时间里享受的“替代效应”将转弱。投资方面，受商品房销售增速下滑和调控政策加码压制，下半年房地产投资增长动能将边际回落，而基建与制造业投资对经济的拉动有望边际上升。消费方面，受居民部门收入修复缓慢且分化、零星疫情爆发等因素影响，修复进程或仍缓慢。在供给端，工业增加值和规模以上工业企业利润增速将逐步回落至疫前的趋势水平。

从通胀角度看，通胀高点已过，下半年预计会维持高位震荡，且随着疫情逐步得到控制和供求关系修复，年底或将迎来拐点。6 月高频数据显示主要工业品价格以及食品价格同比涨幅均较上月有所回落，则 5 月大概率成为年内通胀高点，下半年基数效应导致通胀数据逐步回落。从环比来看，随着全球疫后复苏进入高点，全球大宗商品需求将出现见顶回落的压力，全球货币政策逐步进入收紧区间也意味着远期商品价格顶部的临近，本轮通胀压力最大的阶段可能已过。但是由于海外财政赤字货币化仍在继续，加之碳中和政策目标对供给端仍然压制，因此大宗商品价格仍有一定支撑。

从货币政策看，货币政策稳健为主，进一步放松或者收紧的可能性都不大。一方面，大宗商品价格依然高位，个别一线房地产价格仍在上涨，若进一步宽松有可能带来通胀进一步走高和资产泡沫风险；但是另一方面，当前经济恢复不均衡，外需、生产强，内需、消费偏弱，收紧可能带来经济失速。央行货币政策委员会二季度例会，再次强调货币政策以稳为主，对于经济形势的表述更加积极，表明当前货币政策立场仍是以稳为主，后续或难以出现明显的宽松或收紧。不过需要注意到，央行对通胀的态度已经开始边际变化。央行行长易纲在陆家嘴论坛上关于通胀的表述也较前期的官方表述发生了微妙的变化，调整为“对来自各方面的通胀和通缩的压力均不可掉以轻心”。我们认为，尽管今年通胀同比增速的高点已经见到，但这并不意味着通胀压力已经消失。

供给压力仍是目前三季度债市的一大不确定性因素。三季度计划发行规模偏大，7、8 月份或迎来供给高峰，但当前地方发行意愿仍偏弱，年中财政预算调整方案依旧强调“资金跟着项目走”，后续发行节奏仍存较大不确定性；国债上半年发行节奏偏慢，7 月发行或随到期放量，后续供给压力或有加大；政金债发行季节性较强，三季度到期压力缓解，净融资或小幅上行。

综上，展望三季度，长端利率继续下行的空间和动能有限，存在一定的回调风险。消费及制造业投资延续修复，出口和通胀逐步缓慢回落，货币政策虽然整体稳健的基调不变，但是不排除资金面波动加大的情况，加之政府债券供给压力、外围全球流动性拐点到来，利率要完成从当前震荡向下转向中长期逻辑下的下行趋势并非一帆风顺。不过我们认为即便后续利率再度进入上行通道，潜在的上行空间也是有限的，建议投资者保持谨慎等待更好的进场机会出现。

4.2 信用债：二季度信用债收益率受资金面驱动，城投债融资约束下区域、平台持续分化，产业债关注受益于基本面修复和政策面利好的国企，评级密集调整期风险与机会并存

1）2021 年二季度信用债走势回顾

2021 年二季度，信用债收益率主要受资金面驱动，大体呈先下后上走势。4 月至 5 月中下旬，经济复苏势头延续但边际放缓，PPI 走高、通胀压力显现，国常会、金融委会议密集发声调控下大宗商品价格回调，市场通胀预期减弱，基本面多空交织债市反映钝化；地方债发行节奏较慢，税期和跨月因素未对流动性带来明显冲击，资金面超预期平稳宽松，机构配置需求旺盛带动信用债收益率全面下行。5 月下旬至 6 月，地方债发行提速，临近半年末资金面有所收敛，市场流动性收紧预期升温叠加止盈情绪，信用债收益率多数上行。与上季度末相比，各期限及各评级信用债收益率均有下行，以中短久期中低评级幅度最大，3 年期 AA+级、3 年期 AA 级、1 年期 AA 级信用债收益率分别下行-24.70bp、-29.70bp、-25.44bp。

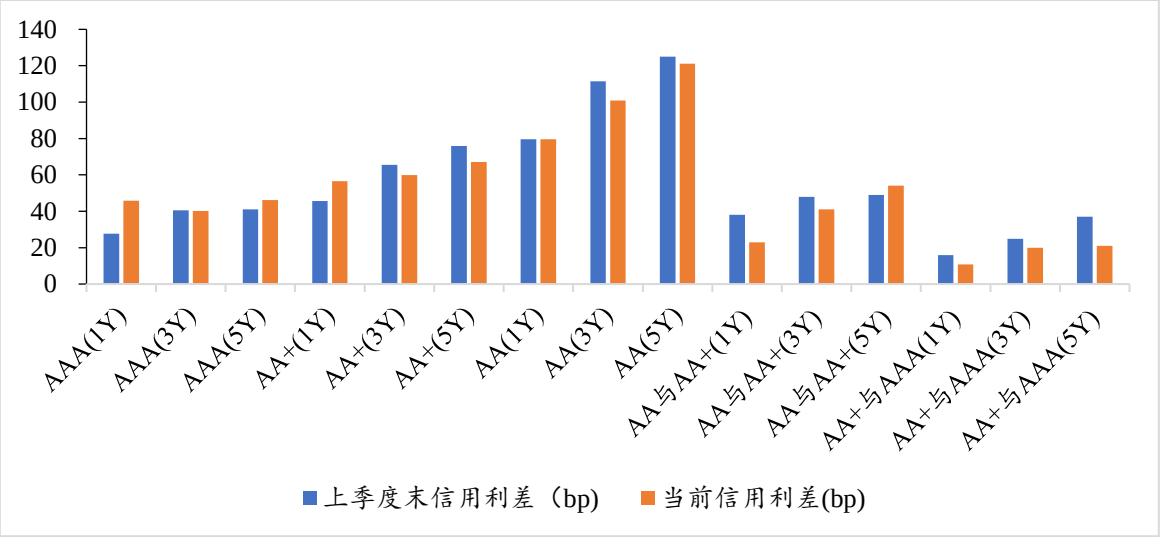
表 2：2021 年二季度信用债收益率变化

信用债种类	当前利率（%）	2013 年以来分位数（%）	较上季末变动（BP）
信用债(AAA):1 年	2.97	26%	-4.39
信用债(AAA):3 年	3.41	20%	-18.70
信用债(AAA):5 年	3.71	16%	-5.13
信用债(AA+):1 年	3.08	21%	-12.44
信用债(AA+):3 年	3.60	16%	-24.70
信用债(AA+):5 年	3.92	11%	-21.15
信用债(AA):1 年	3.31	21%	-25.44
信用债(AA):3 年	4.01	20%	-29.70
信用债(AA):5 年	4.46	15%	-15.15

资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

以同期限中短票收益率-国开债收益率测算信用利差，二季度信用利差走势分化，3YAA+、5YAA+、3YAA 信用利差下行幅度均超 5bp，1YAAA、1YAA+、5YAAA 信用利差则分别上行 20.11bp、12.06bp、6.19bp。评级利差方面，各期限 AA+与 AAA 之间的利差较上季度末均有收窄，以 5 年期收窄幅度最大（-16.04bp）；1Y、3YAA 与 AA+利差分别收窄 15bp、7bp，5YAA 与 AA+利差走阔 5bp，体现出“资产荒”行情下机构信用下沉至中低评级债券的同时久期略有拉长。

图 9：2021 年二季度信用利差与评级利差



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）三季度信用债投资展望

a） 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

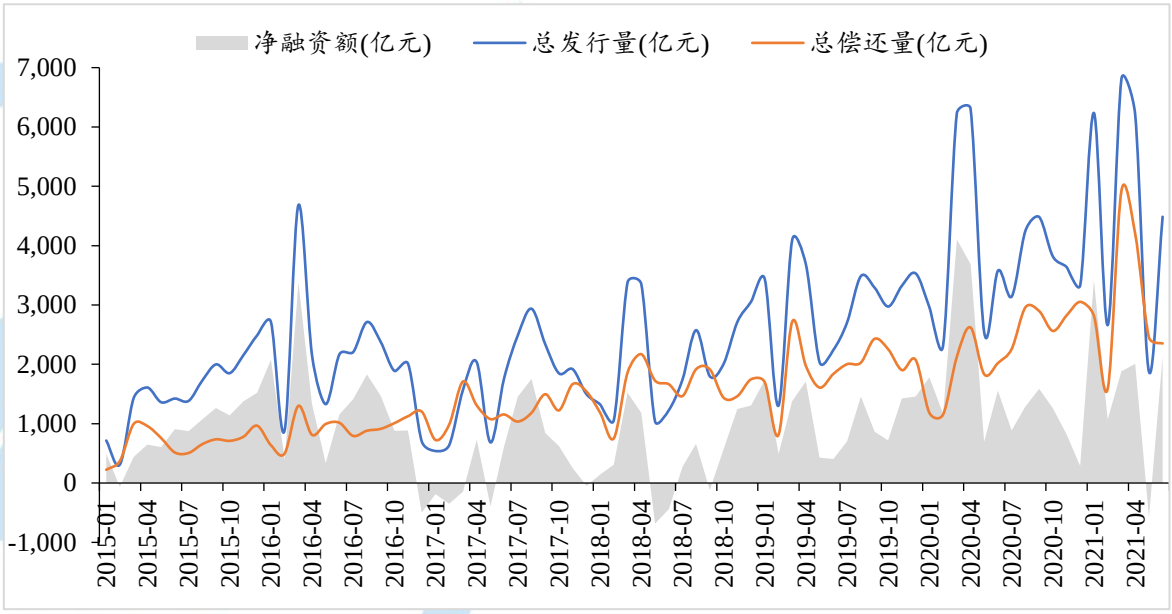
二季度，城投行业相关政策频繁出台，中央层面，4 月 13 日，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发〔2021〕5 号），再次强调“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”，继 2018 年 9 月《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》后重申“清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，”并提出“健全市场化、法治化的债务违约处置机制，鼓励债务人、债权人协商处置存量债务，切实防范恶意逃废债，保护债权人合法权益，坚决防止风险累积形成系统性风险”。4 月 22 日，沪深交易所发布《公司债券发行上市审核业务指引》，设置债务结构、资产负债率等一系列指标对债券申报规模、募集资金用途、信息披露提出要求，并对城投平台、房地产企业加以明确，公司债审核趋严。其中“主要从事城市建设的地方国有企业申报发行公司债券，应符合地方政府性债务管理的相关规定，不得新增地方政府债务。募集资金用于偿还公司债券以外存量债务的，发行人应披露拟偿还的存量债务明细，并承诺所偿还的存量债务不涉及地方政府隐性债务”与隐性债务遏增量、化存量的监管要求一致，“总资产规模小于 100 亿元或主体信用评级低于 AA（含）的……审慎确定公司债券申报方案，并采取调整本次公司债券申报规模、调整募集资金用途用于偿还存量公司债券等措施强化发行人偿债保障能力”，表明弱资质城投主体发债规模和资金用途受限。5 月 6 日，财政部部长刘昆发文指出，“防范化解地方政府隐性债务风险。坚决遏制增量，落实地方政府不得以任何形式增加隐性债务的要求，决不允许通过新增隐性债务上新项目、铺新摊子。积极稳妥化解存量，强化与金融系统协同配合，对隐性债务实行穿透式监管，加强对化债情况审计核查，确保数据真实可靠、化债工作扎实推进”。地方层面，江苏省政府发布《关于规范融资平台公司投融资行为的指导意见》，要求“进一步厘清政府和融资平台公司责任边界，合理控制债务总量及负债率，有效降低融资成本，防范化解地方国有平台公司债务风险”。21 世纪经济报道近期中部某省正在梳理年利率 8%以上的政府性债务，要求存量高息债务力争两年内清零，即在 2022 年底前清理完毕，通过安排财政资金或单位自有资金偿还、使用银行贷款或发行公司债券置换、与债权人协商降息等方式处置，还提出要建立健全平台公司融资成本监测机制，今后原则上不得新增年利率 8%以上的债务。

中央多次强调债务风险防控，各地政府出台政策响应，融资约束下城投债喜忧参半：一方面，国发 5 号文的相关表述虽非首次提及，但城投监管回归紧周期的意图较为明显，尾部平台的出清为大势所趋，在

不发生系统性风险的底线下大概率小范围、渐进式推演。结合实地调研的情况来看，随着政策逐步落地区县级弱平台再融资明显承压，弱区域债务负担沉重、发展平平、资源腾挪空间有限，区域、平台持续分化过程中仍需谨慎下沉行政级别、严格规避尾部风险。另一方面，部分省份督促平台债券按期兑付、设立债务风险化解基金或周转金、压降非标规模、控制融资成本等举措，有利于抓实化解地方政府隐性债务风险，一定程度保障城投债的安全边际。4 月 30 日内蒙古春华水务公告债务逾期，5 月 7 日呼和浩特金融办主任接受采访时表示将确保春华水务到期债券如期兑付；6 月 30 日西宁城投召开金融推介会，西宁副市长韩向晖在会上表示，将举全市之力利用好现有的资源，持续增强企业的流动性，绝对不发生违约，均体现地方政府对城投债偿付的重视与支持意愿。

2021 年二季度，城投债一级市场总发行量为 1.26 万亿，同比增长 1.25%，环比下降 19.94%，净融资额约 0.36 万亿。从月度数据看，4 月为年报更新前的发行小高峰，发行规模超 6000 亿；5 月受季节性因素和监管趋严影响发行大幅缩量，不及过去两年同期的水平，净融资额为 2018 年 10 月以来首次转负；6 月发行显著回暖规模超 4000 亿，净融资额为 2134.92 亿。从区域来看，江苏、浙江两省二季度城投债发行量仍位列前两位，分别为 3210.32 亿、1569.7 亿，净融资额超千亿，天津、云南、贵州、吉林、甘肃、北京、河北、辽宁、内蒙古、西藏、宁夏 11 个省市净融资额为负。

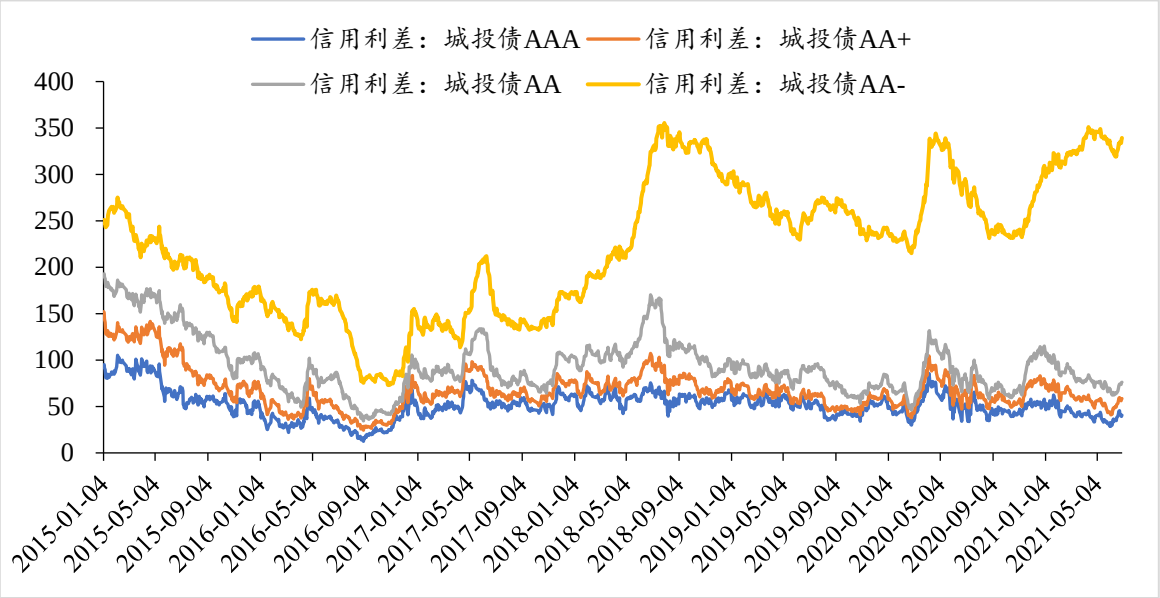
图 10：2021 年二季度城投债发行量同比小幅增长、环比下降



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

从信用利差来看，二季度城投债信用利差先收窄后走阔，以低评级波动最大。与上季末相比，中债 3 年期 AAA、AA+级城投债信用利差小幅收窄，分别变动-0.87bp、-0.91bp，AA 级基本持平，AA-级大幅走阔 9.09bp 且处于历史高位，表明城投债评级间分化延续，机构对弱资质平台规避情绪仍强，信用下沉动力不足。

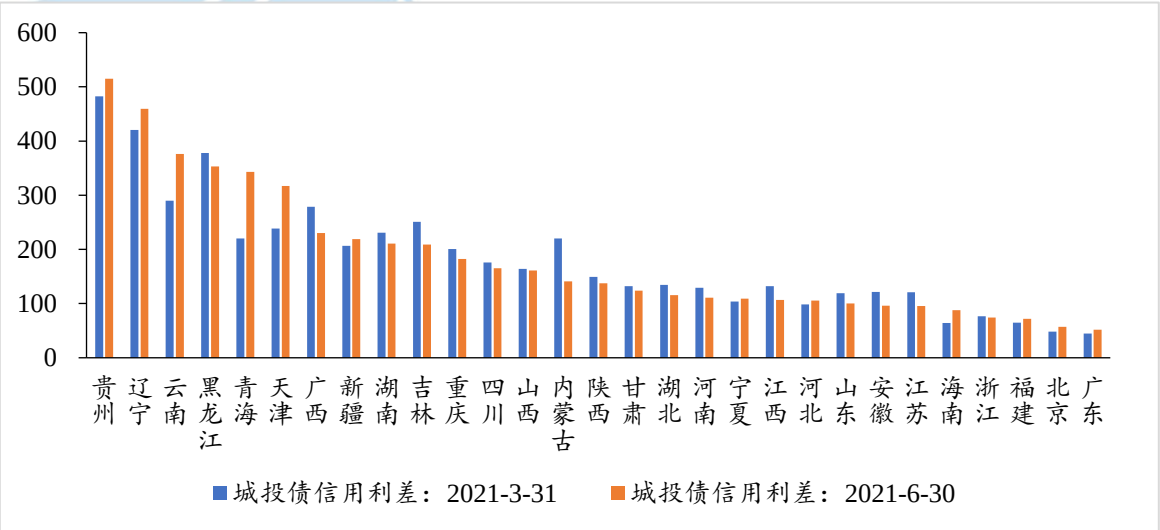
图 11：城投债信用利差评级间分化明显（BP）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

区域利差方面，各省份城投债信用利差较一季度涨跌互现，其中内蒙古大幅收窄 78.75bp，广西、吉林、江苏、安徽、江西、黑龙江收窄 20bp 以上，湖南、湖北、山东、重庆、河南、陕西、四川利差收窄幅度超 10bp，而青海、云南、天津、辽宁、贵州信用利差大幅走阔。**建议严格切割债务负担沉重、负面舆情频发、融资环境明显恶化的网红区域，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。**

图 12：各省公募城投债信用利差涨跌互现（bp）



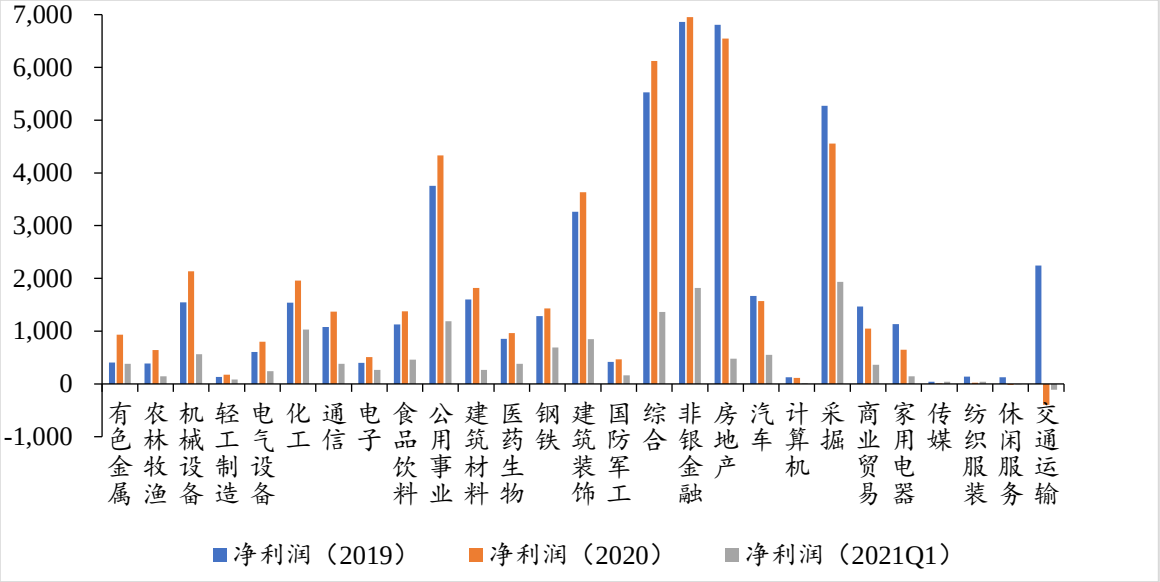
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

b） 产业债：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的国企

六成行业 2020 年盈利增长，采掘、化工、钢铁、有色金属行业 2021 年一季度表现亮眼。2020 年有色金属、机械设备、化工、公用事业、医药生物、钢铁等行业净利润同比增长，交通运输、房地产、汽车、采掘、商业贸易行业净利润同比下滑，其中有色金属行业净利润增速高达 129.33%，交通运输行业亏损严

重（-117.55%）。2021 年一季度，受益于行业景气度较高、大宗产品价格上涨，采掘、化工、钢铁、有色金属行业盈利表现亮眼，与 2019 年同期相比净利润增速均超 50%。

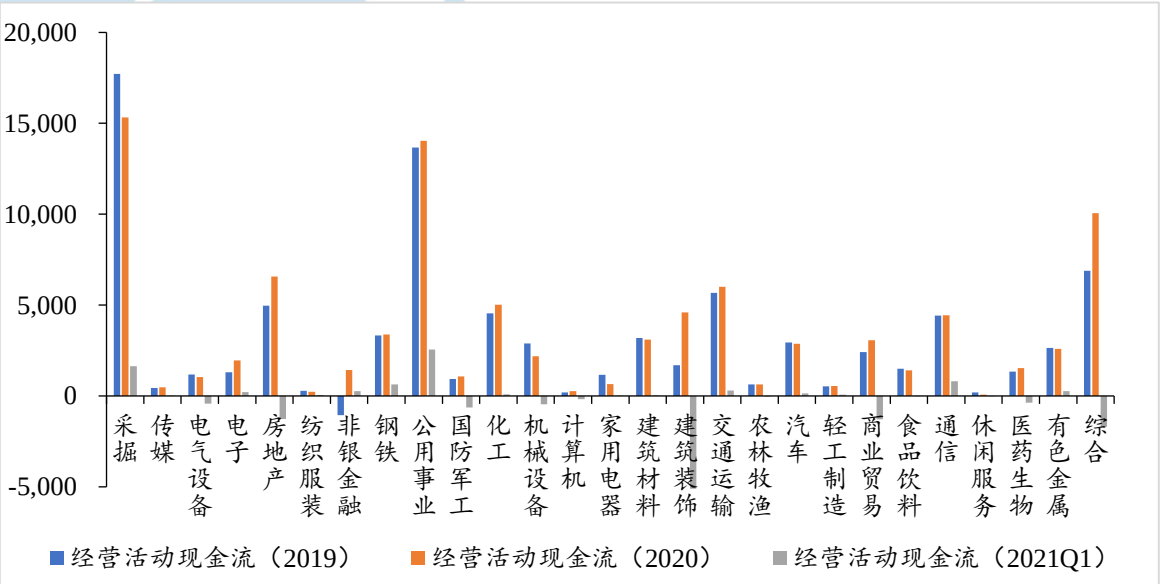
图 13：净利润（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

钢铁、化工行业 2020 年及 2021 年一季度经营性净现金流均有增长。2020 年部分行业经营性现金流随着盈利修复有所好转，钢铁、公用事业、化工、医药生物行业经营性净现金流同比增长 2~11%，房地产行业在调控升级、融资政策收紧背景下主动加快现金回流经营性净现金流增速超 30%，而机械设备、采掘、电气设备等行业经营性净现金流则明显恶化，降幅超 10%。2021 年一季度，化工、汽车、有色金属、钢铁行业经营性净现金流表现优于 2019 年同期。

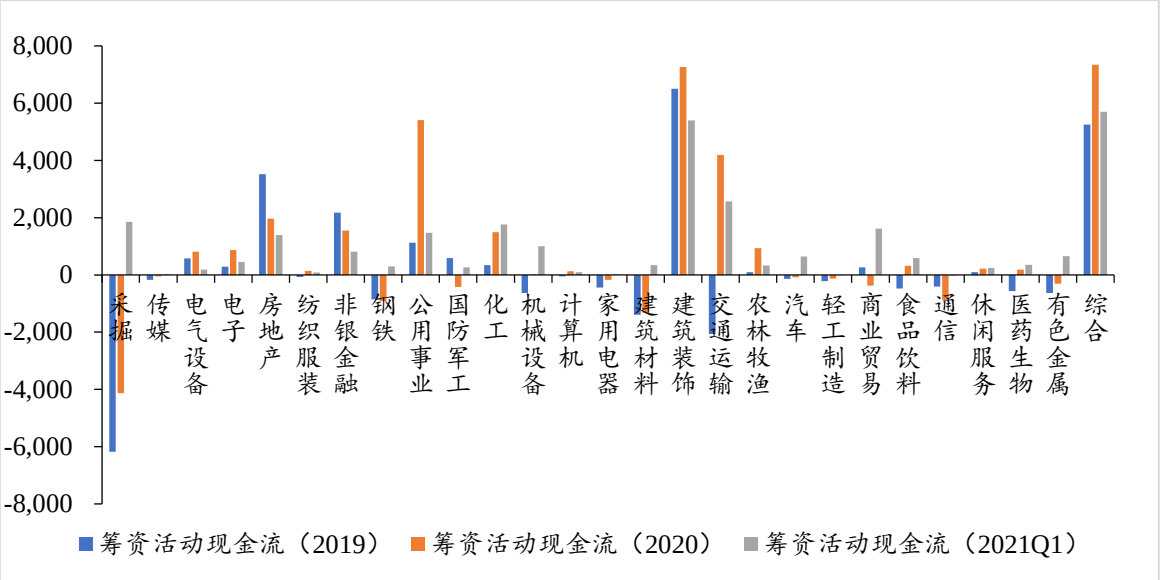
图 14：经营活动产生的现金流量净额（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

多数行业 2020 年筹资性现金流净流入且同比增长。受益于融资环境宽松，多数行业 2020 年筹资性净现金流为正且有所增长，但采掘、钢铁、汽车、有色金属行业筹资性现金流大额净流出，或受华晨、永煤违约事件影响。2021 年一季度，除轻工制造、通信外，其余各行业筹资性净现金流转正，但大多不及去年同期的水平，房地产、非银金融、电气设备行业筹资性净现金流与 2019 年相比亦有大幅下降。

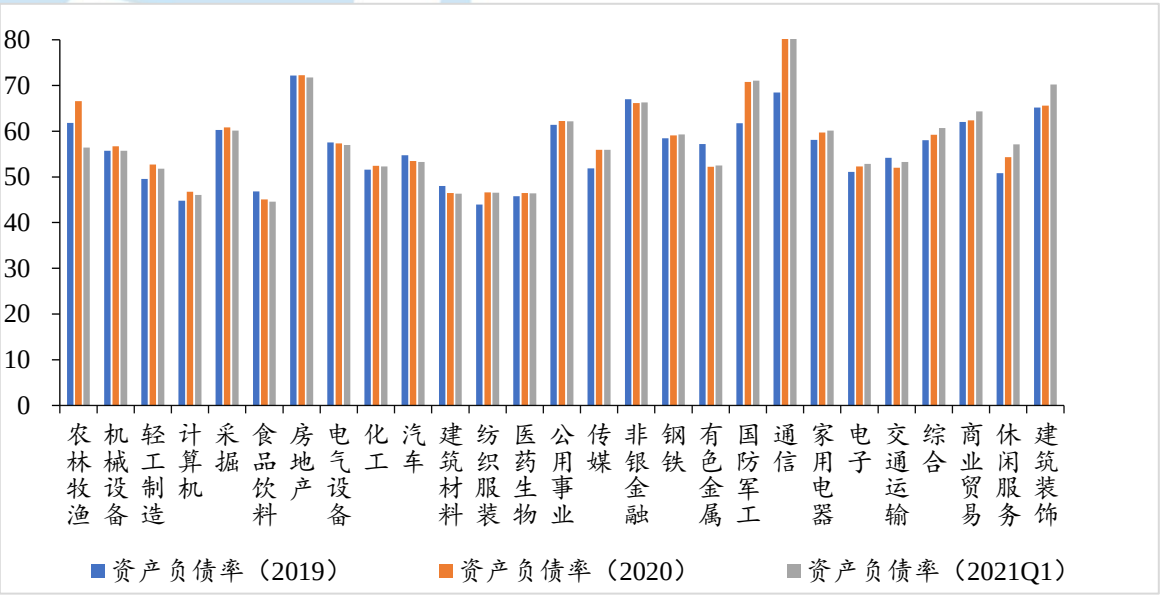
图 15：筹资活动产生的现金流量净额（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

多数行业杠杆率同比上升。2020 年，仅有色金属、交通运输、食品饮料、建筑材料、汽车、非银金融、电气设备行业负债率较上年有所下降，降幅在 0.2～4.97 个百分点之间，其余行业资产负债率均有上升，通信、国防军工行业负债率上升幅度超过 5 个百分点。2021 年一季度，多数行业资产负债率变化不大，交通运输、综合、商业贸易、休闲服务、建筑装饰行业负债率上升幅度超过 1 个百分点。

图 16：各行业资产负债率变化（%）

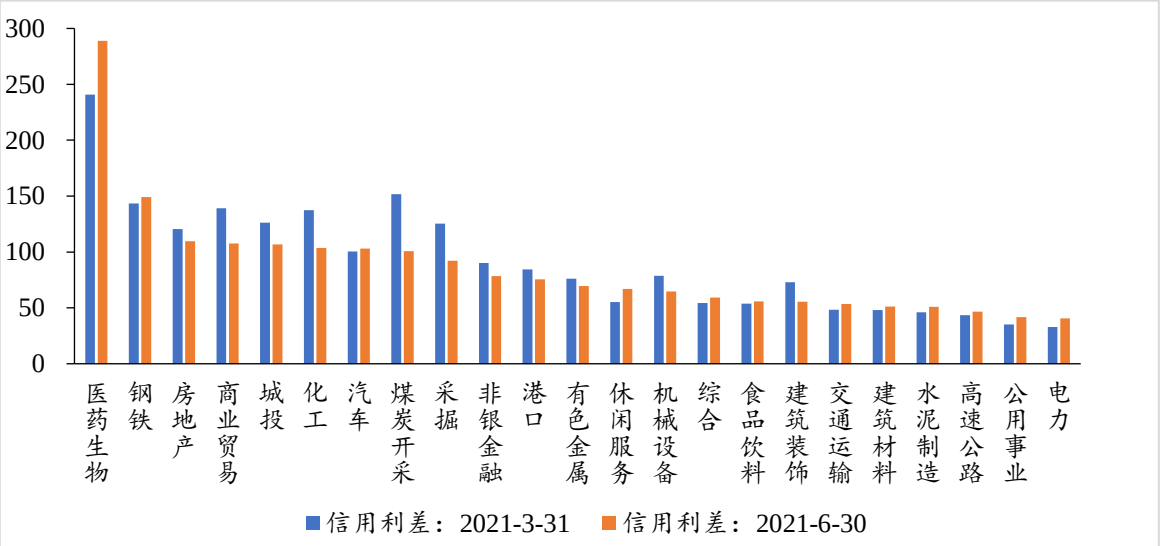


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

随着企业全面复工复产、行业景气度回暖、工业品价格上涨，采掘、化工、钢铁、有色金属行业盈利表现较好，经营性现金流亦有改善，再融资在个体违约事件影响逐步消化、政府积极表态背景下边际好转，建议关注相关行业产业债，跟踪盈利持续性和融资恢复进程。

行业利差方面，医药生物行业信用利差最大（289.02bp），钢铁、商业贸易、房地产、煤炭开采、化工、汽车行业信用利差大于 100bp，其中商业贸易行业利润空间有限、经营风险较大，房地产行业融资收紧、严监管环境下分化加剧，汽车行业芯片短缺、产销增长乏力，投资性价比不高；钢铁、煤炭、化工行业维持较高景气度、企业盈利改善，短期来看有一定确定性机会。从利差变动来看，二季度 12 个行业信用利差走阔，走阔幅度最大的前 5 个行业为医药生物（+48.14bp）、休闲服务（+11.73bp）、电力（+7.91bp）、公用事业（+6.54bp）和钢铁（+5.62bp），11 个行业信用利差收窄，以煤炭利差压缩幅度最大（-50.78bp），化工、采掘、商业贸易行业利差压缩幅度也超过 30bp。

图 17：行业信用利差（BP）



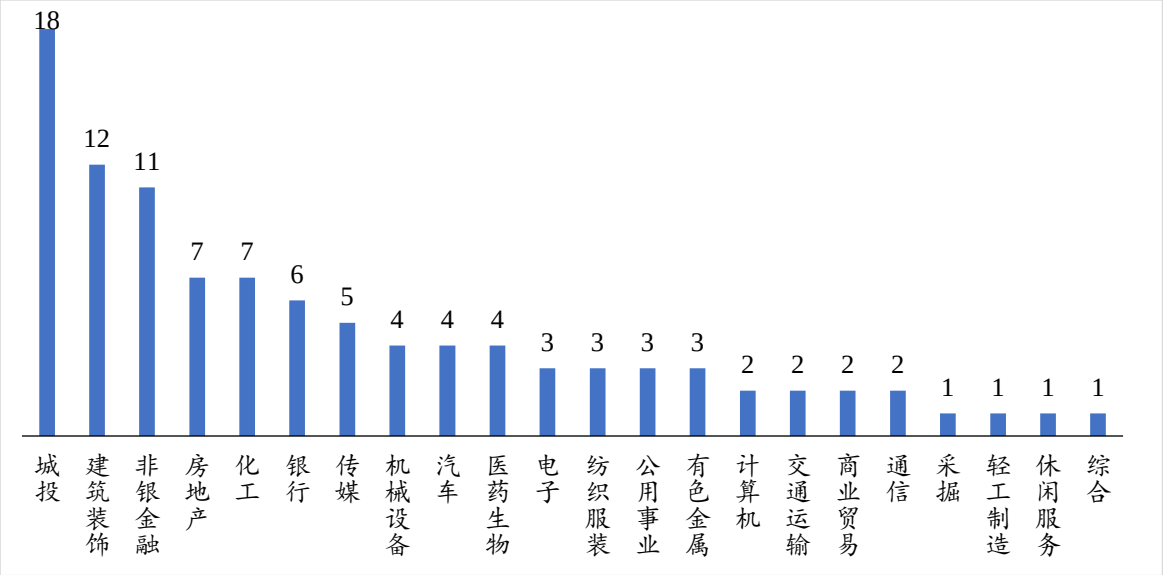
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

4 月 21 日，山西国资运营公司、山西省金融办联合举办金融机构进晋入企调研活动，作出“确保未来不违约”、“无论资产如何划转不逃废债”等积极表态，山西省政府组织地方金融机构购买省属企业的折价债券，前期被抛售的山西煤企债券二级价格趋于稳定；4 月 22 日，山西焦煤集团成功发行 15 亿中期票据，利率 4.05%为今年以来全国省属煤炭国企最低价；4 月 23 日，据 21 世纪经济报道，河南拟设立 300 亿信用保障基金，用于河南省属国企的债务风险化解及增信，基金由河南省属国企及部分金融机构出资，首期规模 50 亿；6 月 21 日，“20 永煤 SCP007”展期的 50%本金如期兑付；6 月 25 日，河南省召开债券投融资交流会并举办专场债券推介会。**多地政府积极表态、出台措施加强国企债务风险管控，有利于改善区域信用环境、提振市场信心、恢复投资者对部分行业产业债的风险偏好，优质产业类发行人在基本面修复和政策面利好的共振作用下或将受益。**

3 月 28 日，中国人民银行会同国家发展改革委、财政部、银保监会和证监会起草了《关于促进债券市场信用评级行业高质量健康发展的通知（征求意见稿）》，指出加强评级方法体系建设，提升评级质量和区分度。5 月 12 日，中诚信国际副总裁吕寒表示，公司将改进评级技术以提高区分度，在短期内争取提升评级序列标准，长期则会探索建立以违约率为核心的评级技术体系。随着评级行业监管趋严，评级机构下调行动明显增多，二季度评级下调或展望负面的主体中约 3/4 为产业债发行人，以建筑装饰、非银金融、房地产、化工、传媒行业主体居多。从评级下调城投的区域分布来看，贵州省占比过半，重庆、山东次之，

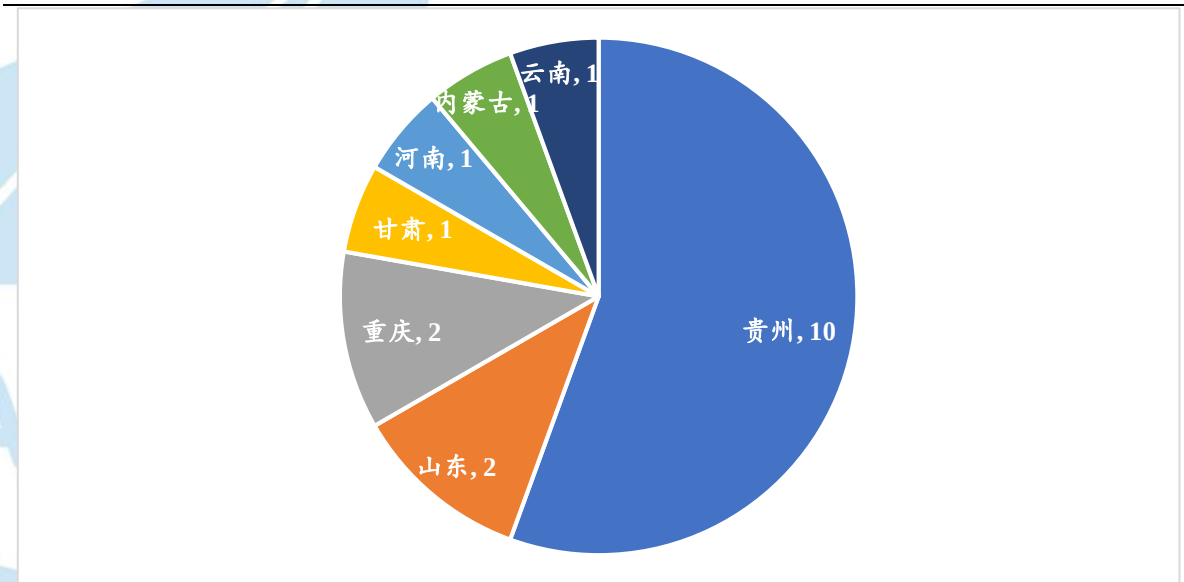
甘肃、河南、内蒙古、云南各 1 个。**展望三季度，7 月仍为评级跟踪期，短期内评级密集调整或将持续，弱资质主体可能面临估值调整、再融资不畅、资金链趋紧等一系列连锁效应，加速信用风险暴露和市场出清节奏，但机构出库行为也可能带来部分瑕疵主体的错杀机会。**

图 18：评级下调主体行业分布（个）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

图 19：评级下调城投区域分布（个）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

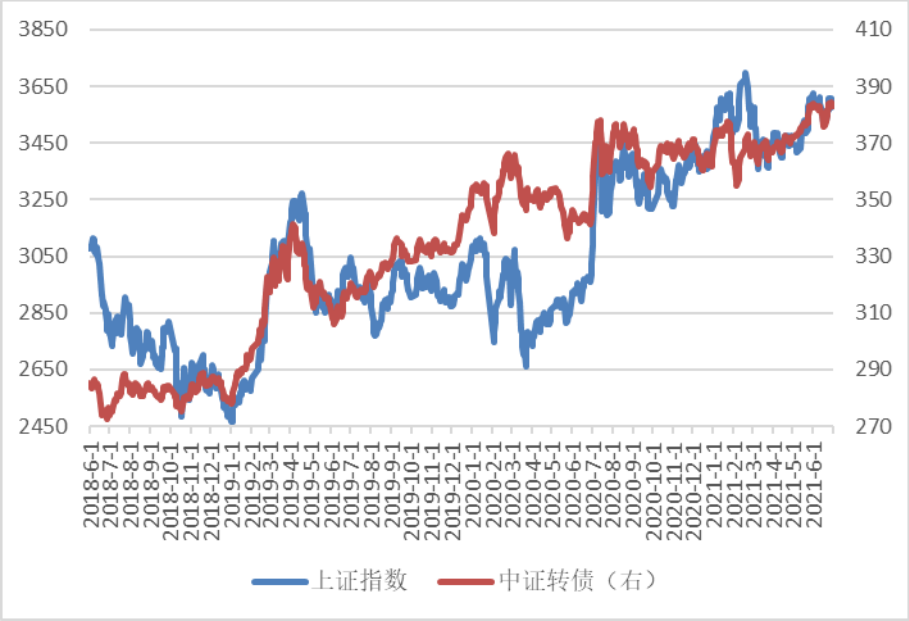
我们建议三季度信用债投资仍以高票息中短久期为主，城投债监管回归紧周期意图明显，融资约束下区域、平台持续分化，但地方政府对债券偿付的重视与支持意愿构成一定安全边际，可在债务水平整体可控、利差尚有空间的湖北、河南等省挖掘投资机会，谨慎下沉行政级别、严格规避尾部风险；产业债在多地政府积极表态、出台措施加强国企债务风险管控下市场信心有所回升，采掘、化工、钢铁、有色金属行业盈利表现较好，现金流与再融资亦有改善，关注受益于基本面修复和政策面利好共振作用的国企。

4.3 可转债：二季度转债市场随权益市场震荡上行，三季度关注受益于海外需求拉动的周期板块、科技成长及消费、大金融板块等

1）二季度可转债市场回顾：随权益市场震荡上行，当前估值中性

回顾二季度，4 月以来转债指数波动向上突破前高，5 月在外资流入的带动下，转债跟随权益进入上行行情，且成长的中小盘标的更是大幅推升，转债再次跟随中证 1000 指数大幅上行，5 月下旬开始在权益继续的上行行情中转债估值再次压缩，6 月转债指数震荡，之后有所回调。2021 年高价转债下跌与低价品种的修复，带动双方的估值回归均值。目前低价转债的估值仍然处于历史相对低位，但是中高价转债的估值也显著回落至历史 60-70%分位数。当前转债整体估值处于 2017 年以来的 50%-60%分位数，估值中性。全季度来看，上证指数、深证成指、中小 100、创业板指分别上涨 4.34%、10.04%、11.29%、26.05%；可转债指数方面，上证转债本季度上涨 2.72%收于 337.02，深证转债本季度上涨 8.27%收于 278.85，中证转债本季度上涨 4.45%收于 383.18，转债市场随权益上行但整体涨幅不及权益，今年活跃度较去年上涨，二季度更优。

图 20：转债市场随权益市场震荡上行



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

从申万行业指数的角度来看，本季度超六成行业录得上涨行情，其中，涨幅前五的行业为电气设备、食品饮料、电子、汽车、综合，涨幅分别达到 30.70%、28.71%、21.22%、18.99%、17.54%，跌幅前五的行业为家用电器、农林牧渔、房地产、公用事业、建筑装饰，跌幅分别为 8.51%、8.16%、7.88%、5.61%、4.48%。

表 3：各行业正股涨跌幅

行业	采掘	化工	钢铁	有色金属	建筑材料	建筑装饰	电气设备
二季度涨幅	12.31%	16.78%	6.88%	13.01%	-3.52%	-4.48%	30.70%
行业	机械设备	国防军工	汽车	家用电器	纺织服装	轻工制造	商业贸易
二季度涨幅	3.35%	9.60%	18.99%	-8.51%	6.93%	-0.50%	0.10%
行业	农林牧渔	食品饮料	休闲服务	医药生物	公用事业	交通运输	房地产
二季度涨幅	-8.16%	28.71%	-4.36%	13.95%	-5.61%	1.31%	-7.88%
行业	电子	计算机	传媒	通信	银行	非银金融	综合
二季度涨幅	21.22%	9.67%	1.22%	6.29%	-3.79%	-2.53%	17.54%

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）三季度可转债市场展望：预计转债与权益类似会呈现出结构性行情，建议从正股以及性价比角度自下而上分析，转债关注受益于海外需求拉动的周期板块、科技成长及消费、大金融板块等

权益维持结构性行情，流动性无虞。2021 年经济基本面整体向好，信用扩张要有所降温，流动性方面无虞，无需对通胀过分担心。而全球疫情后大规模财政刺激的外溢作用，需求扩张使得我国出口维持高速增长。北向资金方面，由于疫情缓解、经济修复加速、通胀凸显可能使美联储下半年考虑量化宽松缩减，预计下半年北上资金的净流出可能对权益市场造成一定程度的压制。

展望三季度，从企业盈利增速的角度来看，虽然国内需求有所放缓，但是海外经济由于疫情尚未完全恢复、仍然处于复苏中，我国企业所对应的外部需求则由于疫情复苏、出口订单回流等因素，目前仍然较好。整体上，目前的企业利润增速仍然保持在复合20%以上的增长，就目前中国在欧美日的出口份额来看，仍然高于去年三季度的同期水平，使得在外需改善的过程当中，中国的出口将会迎来份额改善和总量需求提升的双机，外需将会成为三季度驱动企业盈利增速改善的关键力量。

下半年转债建议更多从正股以及性价比角度自下而上分析。在权益市场不具备趋势性上行的背景下，转债与权益相类似、同样也会呈现出结构性行情，整体性价比中性，跟随权益的行业轮动更为重要。此种背景下，个券的挖掘成为重中之重，也因此对转债正股的研究也显得更加必要。当前水平下的低价转债估值等指标也并不高，可适当挖掘部分存在业绩反转的低价标的进行埋伏。

转债投资建议关注以下方向：（1）顺周期本身受益于经济复苏，目前来看经济动能减弱，未来景气度及业绩增长情况仍是关键，建议关注受益于海外需求拉动的周期板块；（2）科技成长及消费等方面，新能源汽车产业链、半导体国产替代逻辑以及消费电子、光伏、军工等景气度较高板块均值得关注；（3）精选具有优质业绩驱动力的银行标的，高弹性及优质龙头券商标的。

4.4 权益市场：三季度依旧增速为王，市场将延续宽幅震荡下的结构性行情

1）2021 年二季度权益市场回顾

表 4：权益市场核心指数表现（2020 年 6 月-2021 年 6 月 30 日）

主要指数 季度涨跌	上证综指	深证成指	创业板	沪深 300	中证 500
2020 年二季度	8.52%	20.38%	30.25%	12.96%	16.32%
2020 年三季度	7.87%	6.85%	4.19%	9.75%	6.35%
2020 年四季度	7.92%	12.11%	15.21%	13.60%	2.82%
2021 年一季度	-0.90%	-4.78%	-7.00%	-3.13%	-1.78%
2021 年二季度	4.34%	10.04%	26.05%	3.48%	8.86%

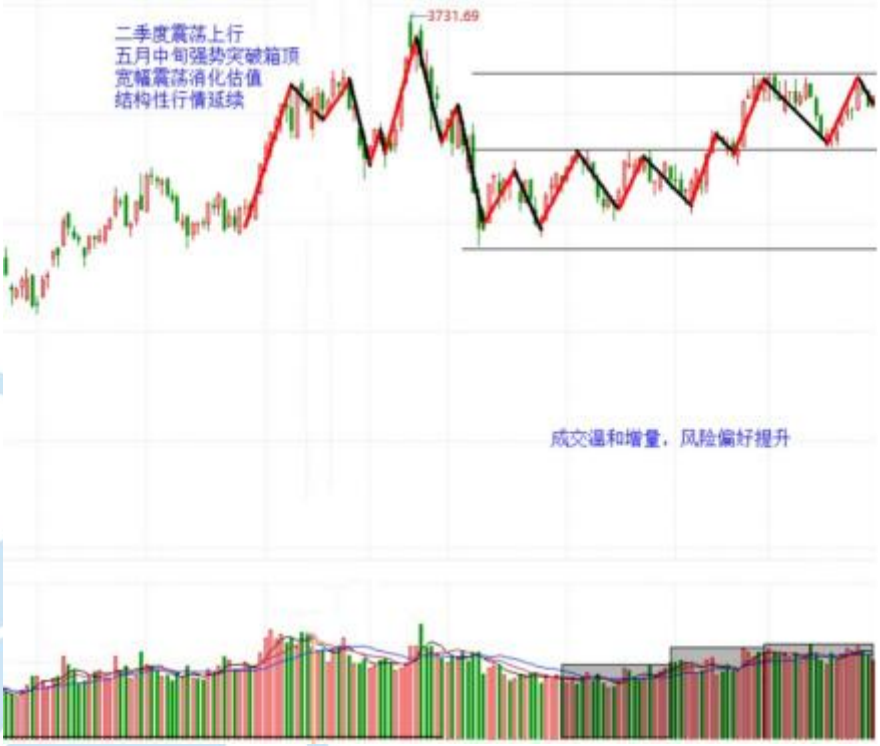
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

回顾二季度：2021 年第二季度，中国经济保持稳中向好的发展态势，各项经济指标表现出复苏基础稳固，就业环境持续改善，工业生产和消费市场强势回暖，企业盈利能力大幅回升。而一季度末的流动性冲击在告一段落后，疫情的变异使全球经济复苏持续低于预期，新兴市场疫情的持续不规则爆发拖累全球复苏的进程，全球流动性依旧保持宽松状态，进而推动全球股市上涨。同时在二季度的下半场，随着全球主要国家 M2 增速的回落叠加美联储议息会议释放边际转鹰的信号，抑制了 A 股进一步上涨的动力。

二季度上证综指表现为先抑后扬的走势，5 月中旬前在 3328 至 3493 点宽体震荡，二季度后半段突破箱顶挑战 2 月高点。二季度周期与成长呈现跷跷板效应，前半段由有色、大金融为代表的周期股主导市场行情，后半段市场重返科技成长板块。同时，核心资产出现结构性分化，景气度较高的创业板 50 大幅

跑赢沪深 300，盈利增长成为驱动股价的关键。市场风格方面，受宏观经济持续复苏背景影响下，中小盘风格显著跑赢大盘股。截至 6 月 30 日，上证综指报收 3591.2 点，本季度上涨 4.34%；同期深证成指和创业板指分别上涨 10.04%和 26.05%，中证 500 指数上涨 8.86%，大幅跑赢沪深 300 的 3.48%的涨幅。本季度 30 个中信一级行业中 20 个实现上涨，电力设备及新能源、电子、综合分别上涨 31.38%、23.77%和 22.87%。同期 10 个行业下跌，农林牧渔、房地产、家电分别下跌 8.48%、7.59%和 7.22%。综合来看，本季度成长再度接力周期，供给格局清晰且需求端大幅景气的新能源及半导体产业链带领成长板块实现大幅上涨，而地产产业链受国家房住不炒的政策影响拖累大盘走弱。

图 21：二季度大盘震荡上行，结构性行情延续



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）三季度权益市场展望：三季度依旧增速为王，市场将延续宽幅震荡下的结构性行情

展望三季度，我们认为，市场依旧以宽幅震荡为主，以增长为核心的结构性行情大概率将延续。A 股当前处在内需驱动过度至外需驱动基本面的阶段，流动性处在中性环境下，A 股更多是以结构性行情为主。三季度正值半年报和需求旺季，业绩增速较快，以全球需求导向中国优势制造相关行业业绩有望超预期，具备业绩高弹性的中小市值成长型公司大概率跑赢。决定市场主要走向的主要矛盾由国内转向海外，关注疫情恢复及美元流动性拐点带来的影响。

经济基本面顶部已至，外需是决定性变量。社融增速在去年四季度触顶之后加速回落，同时 5 月 PMI 为 51.0，已经连续两个月回落。社融见顶通常领先经济见顶 6 个月左右，意味着后续经济处于下行趋势，本轮社融在 3-4 月份增速快速下滑，预计 9-10 月份经济将出现快速下滑。但是当前经济的核心驱动力在于出口的持续高景气，自去年二季度之后出口对经济增速的啊贡献率持续扩大至 10%以上的中枢，今年以来每个月的单月年化同比增速达到 10%以上，处于高景气状态。我们认为随着欧美日处在补库存周期的阶段，全球发达经济体的企业资本开支回升和信用扩张将进一步推动国内工业产出和制造业投资。同时，中国的出口竞争对手国印度、东南亚等国家的疫情控制进展持续不及预期，使得中国的全球出口份额持续提升。

流动性保持中性，需关注 PPI 向 CPI 超预期传导。上半年宏观流动性呈现快速收紧的格局，从 2-5 月份的社融存量增速下降 2.3%。5 月社融已经回落至 11%，按照去年中央经济工作会议“保持社融增速于名义经济增速相匹配”的要求，当前社融增速下行最快的阶段已经过去，三季度有望进一步向名义 GDP10%左右的增速回归。核心 CPI 突破 2%是政策由松转紧的重要信号，需关注 Q3 是否会出现 PPI 向 CPI 的超预期传导。

增量资金放缓，居民储蓄搬家趋势不改。我们预计下半年股票市场增量资金放缓，存量博弈环境下，需关注外资动向。本轮居民资金入市方式主要以公募基金为主，上半年近万亿资金入市，未来阶段大概率保持平均水平。私募基金持续高速扩张，预计全年增速不低于 50%。同时资管新规过渡期进入尾声，银行理财预计规模扩张有限，信托产品持续压缩。外资方面，美联储政策受凉将带动美元走强，进而阶段性使外资流出 A 股市场。但我们认为中长期纬度下，在房地产持有税逐渐出台的背景下，权益市场将加速成为居民资产配置的主要方向。

美联储鸽派转鹰倾向加强，关注就业及通胀变化。美联储在 6 月 FOMC 会议上表达出货币政策的由鸽转鹰，当前美国经济持续走强，美联储已经具备 Taper 支撑。预计随着下半年政策收紧预期的不断强化，美元指数仍有进一步上行的空间，加速全球资本回流美国。美债收益率了下半年有望实现向上突破，就业及通胀是是决定美联储 Taper 的核心变量。

整体估值水平略高，风格持续收敛。目前 A 股市盈率为 17.6 倍，处于历史估值均值附近稍高水平。前期机构集中持仓的“茅”板块经历了 2 月份的杀跌后，估值明显回落。目前非金融板块估值回落至 24.9 倍，回落至历史均值水平附近。进入 Q2 后，由于流动性边际收紧且经济持续复苏，中小盘股表现远强于沪深 300 为代表的大市值股，传统行业与新兴行业的估值也出现进一步收敛。目前新兴行业和传统行业市盈率估值分别为 45 倍和 10.6 倍，二者之差较去年三季度高点减少了 10 倍，预计三季度将延续这一趋势。

综合判断，预计三季度市场将持续宽幅震荡，结构性行情将延续。投资策略上，建议维持谨慎乐观，挖掘基本面持续爆发的相关个股。投资者应加大研究深度，自下而上挖掘优质个股带来的投资机会。战术方面不易追涨杀跌，或以高抛低吸把握波动性机会。行业配置上，当下可重点关注受益于上游原材料涨价逐步缓解的下游制造以及受通胀和货币政策收紧预期打压的 TMT 科技军工。

风险提示：美债收益率快速飙升、疫情持续爆发及原始股解禁与减持等。

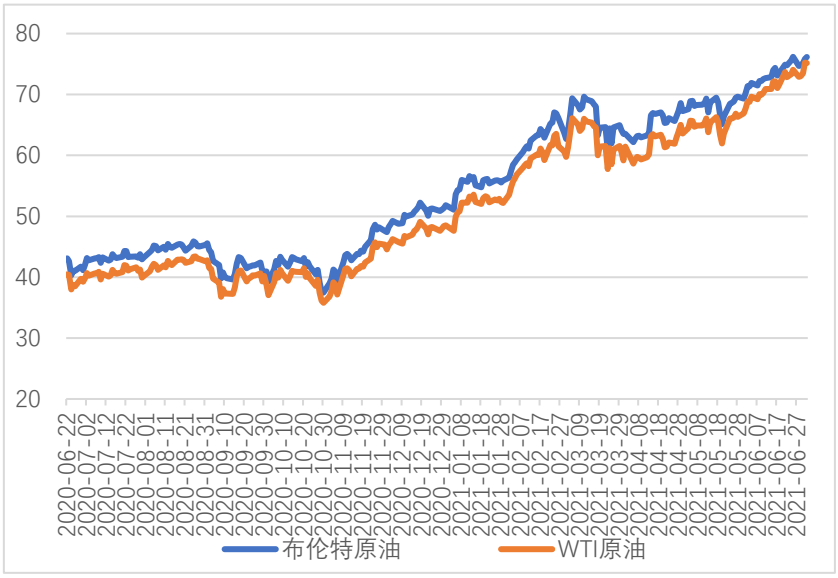
4.5 原油：受需求回暖影响，油价二季度单边上行，三季度有望达到周期性高点后开始回落

1）2021 年二季度原油市场走势回顾

整个二季度，国际原油价格呈单边上行态势，布伦特油价累计上涨 18.24%至 75.13 美元/桶，美国 WTI 油价累计上涨 24.19%至 73.47 美元/桶。分月份看，4-6 月，布伦特油价分别上涨了 5.84%、3.08%和 8.38%，美国 WTI 油价分别上涨了 7.47%、5.22%和 9.82%，有加速上涨的趋势。

油价持续上涨的主因是，一方面，OPEC+仍保持较大的减产力度，且各产油国减产执行较好，油价的波动较小；另一方面，随着新冠疫苗的大范围施打和接种，各国陆续解除疫情隔离措施，人们开始出行或旅游，航空燃料和汽车用油大幅增加，原油需求明显提升。此外，由于疫情期间相关投资大幅萎缩，即使原油价格已经上升至较高水平，美国页岩油也没有大幅增产，也对油价具有一定的支撑作用。原油库存连续大幅下降，供需整体处于紧平衡状态。

图 22：二季度油价持续上涨，且近期油价涨幅加速（美元/桶）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）近期原油市场展望

油价下半年预计仍将有一段冲高，然后升至本轮周期性高点后，将出现回落，考虑到当前价格水平，中枢高点落在三季度的可能性较大。此判断的主要依据有：

一是需求是决定价格中枢的根本因素，去年四季度以来，被疫情压制的原油需求被逐渐释放，未来原油需求增加的趋势短期不改。据 EIA 和 IEA 预计，全球原油需求 2021 年将增加 540 万桶/日，2022 年继续增加 310 万桶/日，下半年将达到疫情前水平，超过每天 1 亿桶。不过我们认为在疫情冲击下，居民生活习惯和办公方式会发生变化，出行需求将明显下降，原油需求很难回到疫情前水平。另外随着新能源的应用，石油消费可能被抑制，增速将放缓。

二是供给是油价的人为干扰因素，会导致油价的大幅波动。即使需求增加，OPEC+为继续支撑油价，也不会在短期内大幅降低减产力度，况且现在印度 Delta 病毒株又开始在全球快速传播，一些国家病例开始反弹，市场修复并不完全稳定。预计 OPEC+最有可能在 8 月或 9 月大幅增产，因此三季度去库存预期可能会被打破，油价或将出现回调。

三是地缘政治方面，伊朗石油部长近期在 OPEC+会议上表示，如果美国制裁解除，伊朗将迅速重返国际石油市场，一旦制裁解除伊朗可以在短时间内将产量提高至 300 万桶/日，到时市场将受到较大冲击。不过考虑到现在伊核谈判因为分歧较大没有取得明显进展，短期内这种担忧不存在，我们预计下半年特别是三季度或将取得一些突破。

四是通胀影响方面，回顾历史，回到 2013 年上一次美联储紧缩量化政策，美联储开始释放 Taper 信号后通胀预期见顶回落，2014 年原油价格见顶后通胀预期持续走低，直至 2016 年初商品价格见底。当前实际通胀数据超调，6 月美联储释放 Taper 信号后大宗商品价格有见顶回落迹象，油价高点也应该不会太远了。

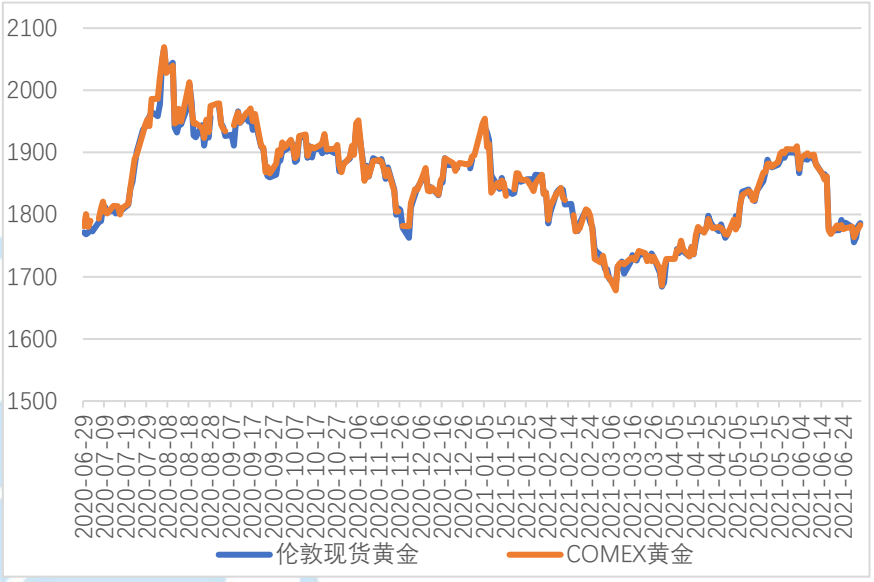
4.6 黄金：金价二季度冲高回落，已进入下行通道，三季度或继续回调

1）2021 年二季度黄金市场走势回顾

二季度，金价出现阶段性冲高回落，呈先升后降、倒“U”型态势，期间最高冲至 1900 美元以上，目前已回落到 1800 美元之下。6 月 30 日，伦敦金价格为 1763.15 美元/盎司，COMEX 金价为 1771.6 美元/盎司。整个二季度，伦敦现货金价累计上涨 4.26%，COMEX 黄金期价累计上涨 3.26%。分月份看，4-6 月，伦敦金分别上涨 4.53%、7.48%和-7.2%，COMEX 金价分别上涨 3.04%、7.78%和-7.02%。

金价在 4-5 月震荡反弹的高度并没有超过去年 8 月的历史高点，也没有超过今年 1 月的高点，因此仅属于波段反弹，反弹主要是因为印度疫情突然变得严重，以及几个传播性更强的新病毒株的出现，市场担心印度疫情严重恶化将对全球抗疫十分不利，从而让全球经济经历再次衰退，导致市场出现恐慌，避险情绪升高。金价在 6 月的逐渐回落，主要是因为市场受到美联储 Taper 预期的打击，美元指数再次走强，金价因此冲高回落。

图 23：二季度金价冲高回落，短期或进入震荡区间（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

2）近期黄金市场展望：下半年基本偏向于看空金价，至多维持中性观点

下半年金价震荡中枢相比上半年将下移，预计震荡区间在 1600 美元/盎司到 1850 美元/盎司之间，中枢为 1700 美元/盎司。我们下半年基本偏向于看空金价，至多维持中性观点。理由是，金价基本上与真实利率呈反向关系，去年以来，由于疫苗接种加上美国大选尘埃落定，美国真实利率走高，使得金价一直承压。刚结束的 6 月美联储议息会议向市场释放 Taper 信号，货币政策鸽中带鹰，越来越多的美联储官员预计 2023 年前将加息，通胀预期下降，真实利率上升，因此金价将进入下行通道。下半年市场预计会接收越来越多的美联储缩减 QE 的信号，这在很大程度上对金价不利。

不过也应该看到，通胀具有预期性和一定延续性，美国通胀压力在短期内还是会继续持续，从美联储上调 PCE 通胀预期可知，通胀持续时间或比预期要更长久一些，但最终会随着就业市场的根本改善和供应链问题的解决而缓解。而且，目前美联储仍将政策主要目标放在提高就业率上，如果通胀压力无法消除，同时超发的货币又覆水难收，未来经济就存在滞涨风险，也有利于支撑金价。因此我们预计下半年金价运行中枢不会太低。

此外，加密货币也同时具有避险属性和金融属性，与黄金价格存在一定的跷跷板效应，近期因为政策打压原因，加密货币价格出现大幅下调，预计未来价格仍将持续低迷，增加了市场资金对黄金的需求，也可能对金价有一定支撑。

五、总结

我们认为三季度以“经济继续恢复但速度放缓，通胀缓慢回落，全球流动性拐点到来”为主要配置思路，建议稳步增长中寻找收益。权益资产配置中周期逻辑逐步淡化，成长股配置价值显现；债券供给加速，货币政策难松难进，紧信用向稳信用过渡下债券市场资产荒逻辑或有所减弱，长端利率债易上难下，中高等级信用债需求旺盛，提防尾部城投债；美元在 Taper 预期下偏强，人民币转为震荡，黄金仍承压，大宗商品共振最佳时点已过，原油好于有色好于黑色。

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
A 股	小盘价值	超配	小盘价值占优一般都出现在经济加速上行而利率也同时加速上行。同时中小价值占优的环境往往意味着市场缺乏指数型机会，市场从追求盈利确定性转为盈利弹性。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。
	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。一季报业绩有望成为优质公司的股价催化剂。但中长期而言，短期估值水平过高带来阶段性估值压力风险，短期存在一定估值透支成长；IPO 和再融资延续高速发行，也使得股票供给面存在压力。维持标配，建议重点关注估值合理、在疫情后成长快速恢复的公司。
	金融	标配	宏观政策持续强调“房住不炒”，并不断加强对房地产市场的调控力度，国内主要城市房价下行风险有所加大，随之市场对银行资产质量的担忧近期有所增加。金融板块估值仍处于历史低位水平，尤其是银行、保险及地产类龙头公司，中期将受益于宏观经济的持续修复，我们认为其业绩仍有保障，股息率高下长期配置价值依旧明显；国内金融开放持续推进，资本市场改革不断深入，直接融资比重将持续提升，券商长期受益，龙头券商迎来发展新契机。考虑到资产质量方面的担忧，短期调整为标配。重点关注板块中的优质龙头。
	科技	标配	科技产业发展是建立我国经济全球竞争力的最重要依靠，长期得到各项政策和资本市场的战略支持；科技领域硬核科技公司，拥有良好的长期赛道，是真正的优质成长股，有望延续长期高成长。考虑到，当前优质科技股估值水平仍偏高，目前正处于回归途中，暂维持标配。建议在估值水平回落后增加配置，重点关注真正具备核心技术实力的硬核科技公司。
	消费	标配	中央政治局会议提出“国内国外双循环”，内需消费和服务成为国内经济增长的最核心驱动力。大消费领域是国内最具持续性增长潜力的领域。随着国内居民收入提升，达到或接近中等发达国家水平，购买力释放，大消费领域前景广阔；国内消费品牌企业在长期竞争中脱颖而出，质地优良，长期投资价值明显。考虑到，部分消费股前期受到市场过度追捧，交易过度拥挤，估值水平一定程度上透支了未来成长空间；虽然近期相关公司估值已有所回落，但仍处较高水平，故暂维持标配。建议重点关注估值合理的优质品牌消费公司。

固收	长久期利率债	低配	2021 年三季度有波段交易的机会，交易盘可适当参与，配置盘逢收益率高点布局。
	短久期利率债	标配	资金面宽松已经延续 5 个月之久，谨防资金面波动加大，配置短久期利率保证流动性。
	产业债	标配	产业债信用资质分化明显，高等级产业债收益率处于历史较低分位数，低资质产业债在风险偏好下降的背景下再融资难度进一步加大。
	短期城投债	超配	隐性债务置换虽利好城投债，但仍需回避财政实力较弱的地区。
	可转债	标配	转债整体估值不高、可操作性强于股市，且近期条款博弈机会仍多。
商品	黄金	标配	欧美宽松货币环境叠加高通胀环境，利好金银，前期金银已积累一定涨幅。
	原油	超配	全球大宗商品价格仍在继续上涨的过程中，供给缺口、全球流动性宽松以及全球复苏预期使得商品价格仍将处于上行通道中。
	黑色产业链	超配	今年以来对钢铁的限产等措施将继续推高黑色产业链价格。

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。