中航证券研究所
所长 董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师 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

大类资产配置季报（2021 年二季度）

金融市场分析报告 2021 年 4 月 6 日

摘要

- **我们认为二季度以“经济持续回升但回升速度放缓”为主要配置思路，建议从逐步恢复的增长中寻找收益。**
- 全球股票市场维持震荡，国内无风险利率整体在高位波动，股债性价比边际变化的情况下，建议均衡配置股债；股票市场的内部风格表现也更均衡，在二季度可以布局传统价值型龙头公司，中国优势制造业，而军工及科技适合逢低买入。黄金资产的配置受实际利率上升及美元反弹的双重压制，短期仍有下行压力，震荡筑底，需要耐心等待。原油短期震荡，中期仍可期。
- **宏观经济展望**
- **全球宏观：预计全球经济总体前景趋于改善，但各国复苏状态预计仍将出现分化走势，通胀短期可控，但需要关注美国通胀超预期的可能性。**2020 年四季度开始全球经济加速复苏，至 2021 年一季度复苏趋势不改，预期进一步强化。二季度全球经济大概率将延续“带疫复苏”态势，经济活动对疫情冲击更具韧性，疫苗施打驱动的复苏有望出现。分化将继续主导全球经济复苏格局，发达经济体复苏程度将继续好于新兴市场和发展中经济体，尤其与低收入国家之间的分化可能加剧。全球短期通胀仍将可控，区域分化明显，重点关注美国通胀可能超预期。
- **中国宏观：中国经济稳中向好，消费、制造业投资等需求端修复引领未来经济复苏。作为“十四五”开局之年，2021 年中国经济发展将延续去年下半年以来稳中向好态势。**低基数下一季度主要经济指标均出现跳升，预计季度增长率将处在 16%左右，全年呈现前高后低态势。不过一季度经济恢复仍不平衡，需求端修复仍弱于供给端，消费仍未恢复至疫情前水平，基建、制造业投资同比仍下降（与 2019 年同期相比），显示企业投资能力、投资信心仍有待恢复。后续需求端将逐步向正常增长水平回归，居民消费能力和信心继续增强，投资增长动力逐渐向制造业投资转变，内外需共振将推动供给端加快增长，将保证二季度 GDP 同比增速维持在较高水平。
- **海外政策：随着经济逐步复苏全球范围内退出货币宽松预期不断增强，各主要央行持续释放鸽派信号，部分新兴市场提早退出宽松货币政策。**2021 年一季度，各经济体逐步进入了经济复苏轨道。随着全球范围内疫情好转以及长期宽松政策导致通胀压力增长，投资者对于各国央行提前退出宽松的货币政策的预期不断增强。各国货币政策出现分化：主要央行持续维持当前货币政策不变，并释放鸽派信号安抚市场；与此同时，部分新兴市场央行宣布加息。预测未来主要经济体提早收紧货币政策的可能性有限，新兴市场则面临更大的通胀压力，更多的国家或提前退出宽松的货币政策。

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：一季度资金市场波动较大，央行持续释放稳定信号，未来货币政策不确定性增加。**2021 年一季度资金市场出现了较大的波动性，1 月份下旬资金面快速趋紧，但其主要原因是短期流动性短缺，并不代表货币政策出现转向。于此同时人民银行也在传达维持货币政策稳定的信号，综合来看当前央行仍以维持稳定的货币政策为主。随着国内外经济复苏、对于杠杆率的控制，未来货币政策相较以往不确定性有所增加。二季度利率债发行以及 4 月份缴税可能对资金面造成冲击。

- **大类资产观点**

- **利率债：展望二季度，长端利率继续下行的空间有限，上行风险加大，但是潜在上行空间也有限。**消费及制造业投资延续修复，出口和通胀当前都仍未见回落，但是货币政策对通胀和信用扩张的反馈可能会经历从控制到跟随转向的过程，加之政府债券供给压力、外围美债市场的变化，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，二季度长端利率债掉头向上的风险加大。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：二季度信用债投资仍以高票息中短久期为主，城投债安全边际尚存，产业债关注受益于碳中和政策的行业企业，地产债优选经营、财务稳健、融资通畅的龙头房企。**城投债短期内仍具备安全性，但疫情冲击过后各地区财力与债务率之间的矛盾更加凸显，加之政策环境边际收紧，区域分化、信用分层加剧，建议区位择优、谨慎下沉，警惕尾部平台风险。地产债在行业调控政策加码、违约事件冲击和偿债高峰背景下资质分化明显，建议以“三条红线”的监管指标为参考，优选经营、财务稳健、融资通畅的龙头房企。产业债建议关注减排技术先进的产能过剩行业龙头以及直接受益于碳中和政策的风电、水电等节能环保行业、新能源产业链相关企业。

- **可转债：一季度转债市场随权益市场震荡下行，二季度关注碳中和主题、低估值防御板块、受益疫情退出的服务业、调整到位的龙头白马等。**2021 年春节前，权益市场一路高歌猛进，上证指数一度突破 3600 点，但春节后进入震荡下行区间并持续震荡调整。可转债市场与权益市场趋势基本一致，但相较而言，可转债在 3 月的抗跌性明显改善，攻守兼备的优势再次凸显。目前缺乏明晰的主线，基本面将成为 4 月最重要的破局因素，转债建议关注碳中和主题、低估值防御板块、受益疫情退出的服务业、调整到位的龙头白马等。

- **权益：二季度权益市场，或宽幅震荡，把握存量博弈下的结构性机会。**综合判断，一季度先扬后抑的行情阶段性消化估值，虽然基金负反馈效应主动出清市场阶段性泡沫，但利于权益市场长牛的发展，预计二季度市场将宽幅震荡，把握市场结构性机会。投资策略上，不应过度乐观与悲观，重个股轻指数，自下而上挖掘具备盈利增速与估值性价比高的个股。风格方面，估值驱动将转为业绩驱动，并由盈利确定性转为盈利弹性，风格将持续收敛。战术方面不易追涨，应以高抛低吸为主。建议重点关注如下三条主线。一是随着全球经济持续复苏，传统价值型龙头公司业绩持续改善，中期机会明朗。板块方面，看好民航、酒店、旅游、餐饮、银行等前期疫情冲击大的消费服务等具备性价比的板块。二是外需导向中国优势制造业。随着全球地产的改善、生产端的改善使得外需进一步改善。建议关注家电、轻工、机械、电气设备、汽车及零部件等领域需求呈现继续改善的板块。三是以军工和半导体为代表的高景气、国家安全及自主可控板块。

- **原油：油价先升后降，短期油价仍承压，但中长期或将继续上涨。**油价在一季度呈先上升后下降趋势，年初在全球经济持续复苏背景下，原油需求不断回升，加上美元贬值因素，推动油价延续去年四季度的上涨趋势，但 3 月以来，受欧洲第三波疫情、OPEC+增产等影响，油价开始出现震荡回落。短期内，欧美疫情反弹、OPEC+和伊朗等其他国家供给增加将对油价形成承压，但中长期经济复苏及大规模刺激政策带来的需求增长将推动油价上涨。

- **黄金：疫情放缓、经济改善环境下，金价延续单边下行，若二季度美国通胀超预期，则将迎来金价的反弹。**一季度金价延续单边下行行情，金价自去年 8 月创下历史新高后一直处于下行趋势，今年以来，美元及实际利率不断上升，金价延续下行行情。短期内通胀担忧导致美债收益率快速上行，加上美国经济复苏加强使得美元持续走强，将对金价形成压力，不过，从通胀维度来看，若二季度之后美国通胀大超预期，届时可能会迎来黄金的一轮反弹。

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.....7
二、 金融流动性.....9
2.1 全球.....9
2.2 国内.....10
三、2021 年一季度大类资产相对价值.....12
四、资产配置.....13
4.1 利率债.....13
4.2 信用债.....15
4.3 可转债.....23
4.4 权益市场.....24
4.5 原油.....26
4.6 黄金.....27
五、总结.....28

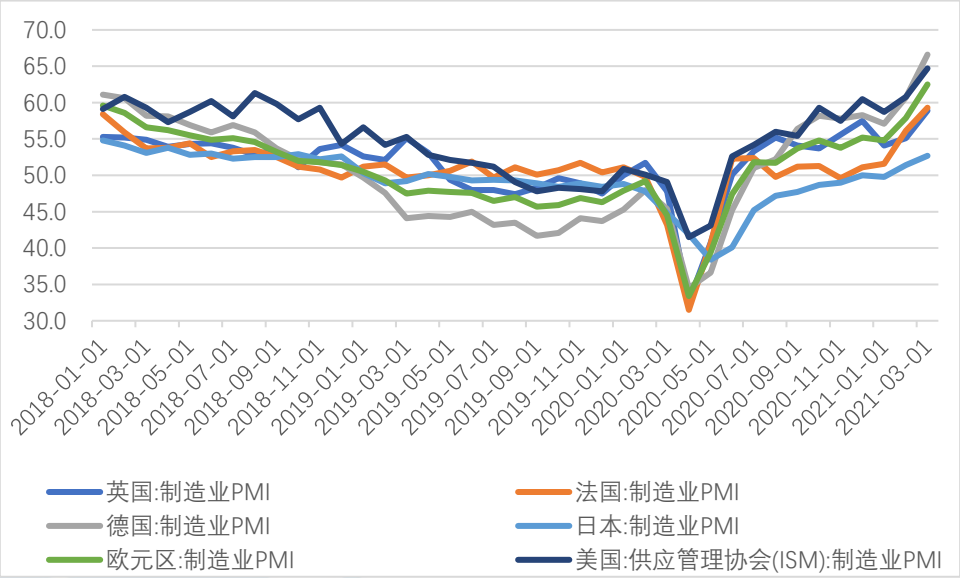
一、宏观环境

1.1 全球：2020 年四季度以来全球经济加速复苏，预计全球经济总体前景趋于改善，但各国复苏状态预计仍将出现分化走势

1）2020 年四季度开始全球经济加速复苏，中国与美国分别作为新兴市场国家和发达国家的领头羊

2020 年四季度开始全球经济加速复苏，至 2021 年一季度复苏趋势不改，预期进一步强化。受疫苗生产和疫情防控取得实质性进展等影响，2020 年四季度全球经济复苏快于预期，国际货币基金组织（IMF）和联合国等国际组织多次上调全球经济增速预测值。2021 年以来，虽然疫情仍有所反复，但全球经济增长在疫情背景下的适应能力明显增强，复苏预期强化，全球金融市场和商品价格充分反映了这种预期变化，如主要经济体债券利率水平和全球商品价格均反弹至疫前水平。

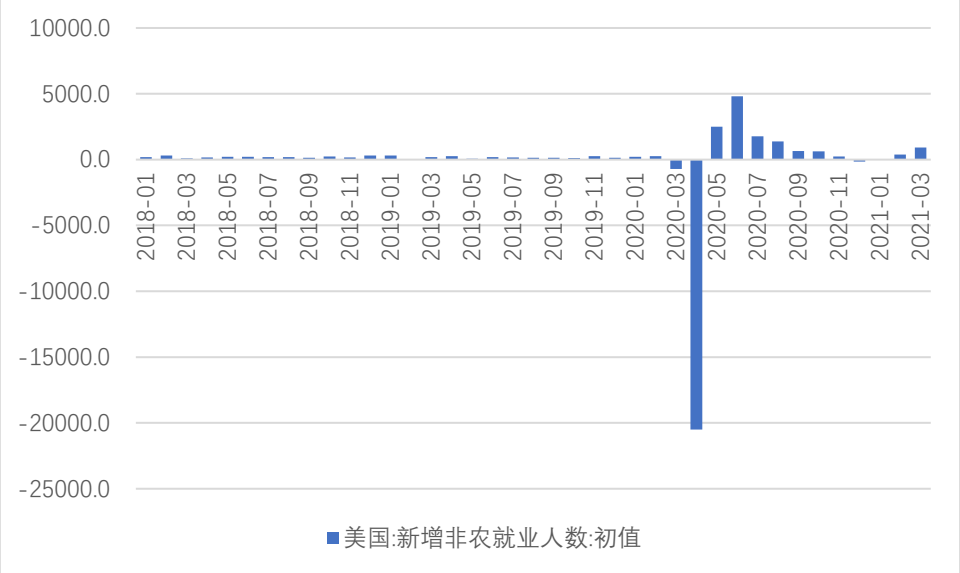
图 1：一季度主要经济体呈现复苏态势



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

美国在发达经济体中表现一枝独秀，经济持续恢复，制造业和服务业均维持较高幅度扩张。零售环比由收缩再次转为扩张，耐用品订单也有显著增长。美国一季度就业总体有所好转。3 月非农新增就业 91.6 万人，大超预期和前值。去年底以来，终端通胀温和回升，核心 PCE 维持在 1.6%，仍离美联储平均 2%的目标稍远；受能源价格大幅走升影响，PPI 大幅走升至 1.8%，生产端通胀加速。

图 2：美国非农就业数据持续强劲回升



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

同时也以看到，全球经济复苏并不均衡。中国和美国复苏非常强劲，分别是新兴市场国家和发达国家的领头羊。问题在于，除了中国之外的其他新兴市场国家和广大发展中国家，疫苗注射的速度会显著落后于发达国家与中国。因此在 2021 年，一方面疫情在中国与发达国家得到了控制，但是在广大新兴市场和发展中国家依然在肆虐。这种疫苗注射的不对称性就可能导致全球经济复苏的不对称性。

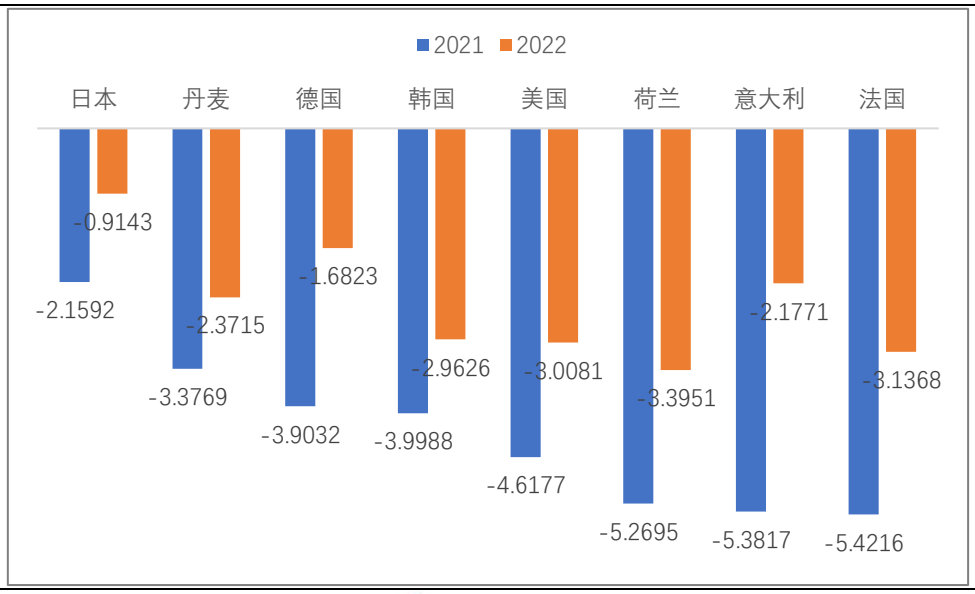
2）2021 年二季度全球经济展望：全球经济复苏不对称性仍将延续，通胀短期可控，但需关注美国通胀超预期可能性

二季度全球经济大概率将延续“带疫复苏”态势，经济活动对疫情冲击更具韧性，疫苗施打驱动的复苏有望出现。虽然 2 月中下旬以来欧美等疫情主要聚集地再次出现疫情反复，新增确诊病例增加，爆发新一波疫情的概率提高，但去年下半年以来全球经济对疫情的适应能力和韧性明显增强，疫情对经济尤其是对生产活动的影响趋于弱化，对受疫情影响最大的零售和娱乐活动，其效应也在减弱。美欧等主要经济体正在加速疫苗接种，这些国家和地区希望在三季度达到群体免疫水平，放开经济活动限制。如果进展符合预期，受疫情冲击较大的接触型和聚集型服务业，有望逐步接棒工业生产，拉动经济增长，尽管服务业恢复高峰出现在下半年概率偏大。

分化将继续主导全球经济复苏格局。发达经济体复苏程度将继续好于新兴市场和发展中经济体，尤其与低收入国家之间的分化可能加剧。2020 年以来，国际货币基金组织（IMF）在各期《全球经济展望》中不断修正疫情对不同国家产出损失的预测值。4 月份最新评估结果表明，未来中期内（2022-24 年）发达经济体的产出损失将不断减小，新兴市场经济体变化相对较小，但低收入国家的产出损失不减反增，与发达经济体形成鲜明对比，表明经济复苏分化差距在拉大。

全球短期通胀仍将可控，区域分化明显，重点关注美国通胀可能超预期。近期海外紧缩预期对铜、油等商品造成一定冲击，不过中期来看，疫情改善后，供需缺口反而会进一步扩大。由于主要国家产出缺口今明两年难以闭合，全球总体通胀可控，但区域和产品分化显著。未来看，美国通胀压力主要由政策强刺激带动的需求面改善拉动，资源国通胀受供给影响较大，中国介于二者之间，既受国内外需求面影响，也受到碳达峰目标下的产能收缩影响。美国通胀压力显著大于欧日；中国通胀温和上行，CPI 与 PPI 高度分化，PPI 可能超预期，并可能向 CPI 传导。

图 3：OECD 主要国家产出缺口

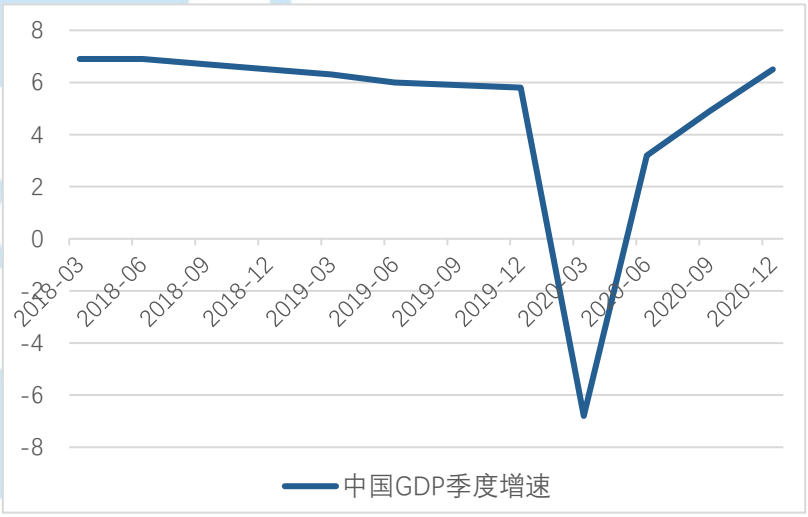


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.2 国内：中国经济稳中向好，消费、制造业投资等需求端修复引领未来经济复苏

2021 年是“十四五”开局之年，中国经济发展延续稳中向好态势。去年中国经济遭受新冠疫情重创，一季度同比增速深度萎缩 6.8%，但二季度就反弹至 3.2%，三季度和四季度继续反弹至 4.9%和 6.5%，超过疫情前增长水平。今年以来，尽管疫情零星散发，但防控仍有效精准，政府基本保持了宏观政策的连续性和稳定性，通过减税降费等经济措施继续提高内需、和促进出口，中国经济延续了去年二季度以来的稳定恢复态势。由于低基数下主要经济指标均出现跳升，预计一季度 GDP 将增长 16%左右，全年呈现前高后低态势。

图 4：中国经济增速基本已恢复至疫情前水平（%）

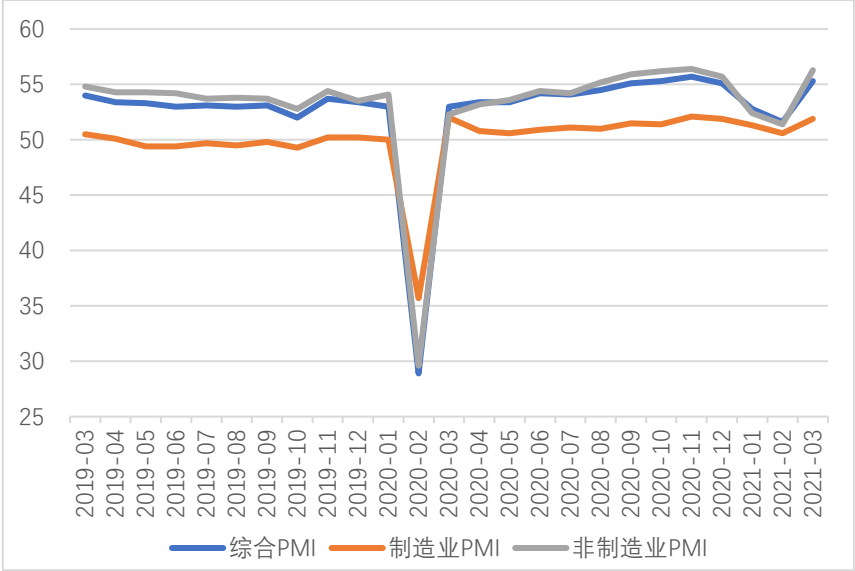


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

今年一季度经济增速较去年四季度有放缓的迹象。从先行指标 PMI 数据看，1-2 月国家统计局制造业 PMI 连续下降，从去年 12 月的 51.9 下降至 1 月的 51.3，2 月再次下降至 50.6。非制造业同样下降，从去

年 12 月的 55.7，下降自 1 月的 52.4，2 月继续下降至 51.4。但 3 月，两个主要指标均出现反弹，分别提高 1.3 个百分点、4.9 个百分点至 51.9 和 56.3，表明经济复苏再次加速。

图 5：1-2 月制造业和非制造业 PMI 连续下降，3 月反弹（%）



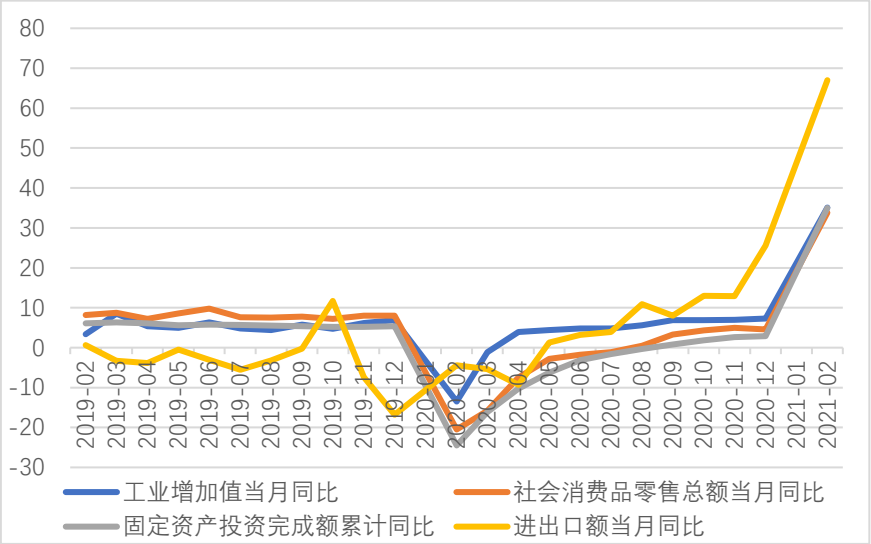
资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

经济恢复存在不平衡性，需求端修复仍弱于供给端。消费保持回升趋势，但仍未恢复至疫情前水平。1-2 月消费同比增长 33.8%，较上年同期加快 54.3 个百分点，比 2019 年同期增长 6.4%，两年平均增长 3.2%。受疫情冲击较大的餐饮消费仍未恢复，两年平均下降 2%，主要是由于就业和居民收入尚未恢复至疫情前的水平，制约了居民消费能力和信心，年初部分地区疫情防控趋紧也对接触性消费带来一定不利影响。投资增速恢复性反弹，1-2 月份，固定资产投资（不含农户）同比增长 35%，比 2019 年同期增长 3.5%，两年平均增长 1.7%。三大类投资中，房地产开发投资支撑作用仍较大，两年平均增长 7.6%，而基建、制造业投资分别下降 1.6%、下降 3.4%（与 2019 年同期相比），企业投资能力、投资信心仍有待恢复。

与消费、投资相比，供给端恢复较快。1-2 月，规模以上工业增加值同比增长 35.1%，较 2019 年同期增长 16.9%，两年平均增长 8.1%，为 2015 年以来同期最高水平，生产明显好于去年底及正常年份同期，其主要原因在于海外复苏的外部动力。

出口继续强劲回升，对中国工业生产、经济恢复发挥较大带动作用。1-2 月中国出口以美元计累计同比增长 60.6%，两年平均增长 15.2%，主要是受海外经济复苏、疫情持续蔓延下国外生产订单回流国内以及低基数等多因素影响。对主要贸易伙伴出口大幅增长，中国对东盟、欧盟、美国、日本出口分别增长 53%、62.6%、87.3%和 47.4%。

图 6：消费和投资等需求端恢复仍较弱，但出口保持超预期强劲（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

内外需共振将推动经济继续回升，预计二季度 GDP 同比将增长 8%左右。一是居民消费能力和信心继续增强，线下消费加快回升，政策将继续为稳定和扩大消费创造良好条件。促消费是内需政策的重点内容，今年《政府工作报告》指出将通过完善物流、取消购买限制等措施，促进县域消费、汽车消费等加快增长。二是投资将呈边际改善态势，增长动力逐渐向制造业投资倾斜，内外需进一步回暖、市场预期乐观、企业利润改善等因素将支撑制造业投资加快复苏。房地产投资仍将保持韧性，虽然信贷环境收紧制约了房地产投资的增长空间，但房地产销售市场表现依然较好，销售回款及时补充了房地产企业的短期资金。基建投资增速也将保持平稳。2 月挖掘机销量同比增长 205%，表明基建仍在持续发力，而二季度政府债券供给预计增加，也有利于基建投资平稳增长。三是受海外经济复苏、出口替代效应和基数效应支撑，出口仍将保持景气。全球经济继续加速复苏，外需回暖将带动中国出口增长，预计二季度美国进口需求增长将是带动中国出口的重要拉动因素，1.9 万亿美元疫情支援法案的通过和 2.25 万亿美元基建法案的提出将进一步提高对美出口增速。

通胀方面，输入性通胀压力阶段性缓解，但食品通缩、工业品通胀的格局难改，预计 CPI 保持较低水平的同时 PPI 会继续上行，主要依据有：国内产能利用率较高；房地产库存去化较快，补库意愿强；海外发达经济体处于财政扩张周期，与国内需求形成共振；价格的上涨具有普遍性等。

二、 金融流动性

2.1 全球：随着经济逐步复苏全球范围内退出货币宽松预期不断增强，各主要央行持续释放鸽派信号，部分新兴市场提早退出宽松货币政策

回顾 2021 年一季度，随着各经济体逐步进入了经济复苏轨道，投资者开始担忧各国央行提前退出宽松的货币政策，而各主要央行持续释放鸽派信号安抚市场。各国长期的宽松货币政策导致通货膨胀预期普遍提高，叠加目前经济出现好转迹象，部分投资者预期全球范围内一些央行将提早退出宽松政策。对此全球主要经济体央行均表示货币政策将在将来一段时间内继续维持宽松：美联储近期 FOMC 会议维持利率 0-0.25%以及资产购买水平不变，并在发言中表明对于通胀升高的容忍；英国央行 3 月份公布利率决议，将关键利率维持在 0.1%，维持资产购买总规模不变。日本及欧洲央行也表示将持续维持当前的宽松政策。

但实际上近期一些央行的声明及动作符合货币政策正逐步脱离宽松的预期。美联储则在 3 月 19 日宣布在月底停止补充杠杆率豁免措施；日本央行调整了 10 年期国债收益率的波动区间。部分新兴市场央行

相继宣布加息，包括巴西、土耳其、俄罗斯。同时有观点认为即使央行反复宣称将持续维持宽松政策，但将来随着通胀的提升，部分央行将不得不加速退出宽松政策。

短期来看，虽然疫情出现了好转迹象，但仍存在反复风险，加之大部分国家经济复苏程度相较疫情发生前仍有一定差距，宽松的货币政策依然必要，另一方面英美欧等主要经济体近期公布的通胀数据距其央行设定的警戒线存在一定空间，所以主要经济体仍在维持宽松的货币政策。长期来看，随着经济复苏各国货币政策逐步恢复正常将是大趋势，大部分主要经济体央行会优先退出应对疫情的非常态货币工具，而退出低利率以及量化宽松将是一个漫长、循序渐进的过程，货币政策急转弯的可能性较小。部门新兴经济体面对的通货膨胀压力更大，其央行可能因为通货膨胀率过高而被迫较早地退出宽松的货币政策。

预计未来短期内主要经济体央行将继续维持宽松的货币政策，而新兴市场与主要经济体货币政策方向或出现分化。疫情虽然出现好转迹象，但经济恢复相较疫情控制是一个滞后的过程，尤其是服务业在疫情期间受打击较大，外部支援仍必不可少。因此短期内大部分国家仍将采取宽松的货币政策以支持经济复苏。但随着宽松货币政策的持续，各国的通胀问题将逐步显现，其中新兴经济体很可能面临相比发达国家更高的通胀压力，将有更多的国家为控制通胀而不得不提早退出宽松的货币政策，新兴市场与主要经济体货币政策方向或出现分化。

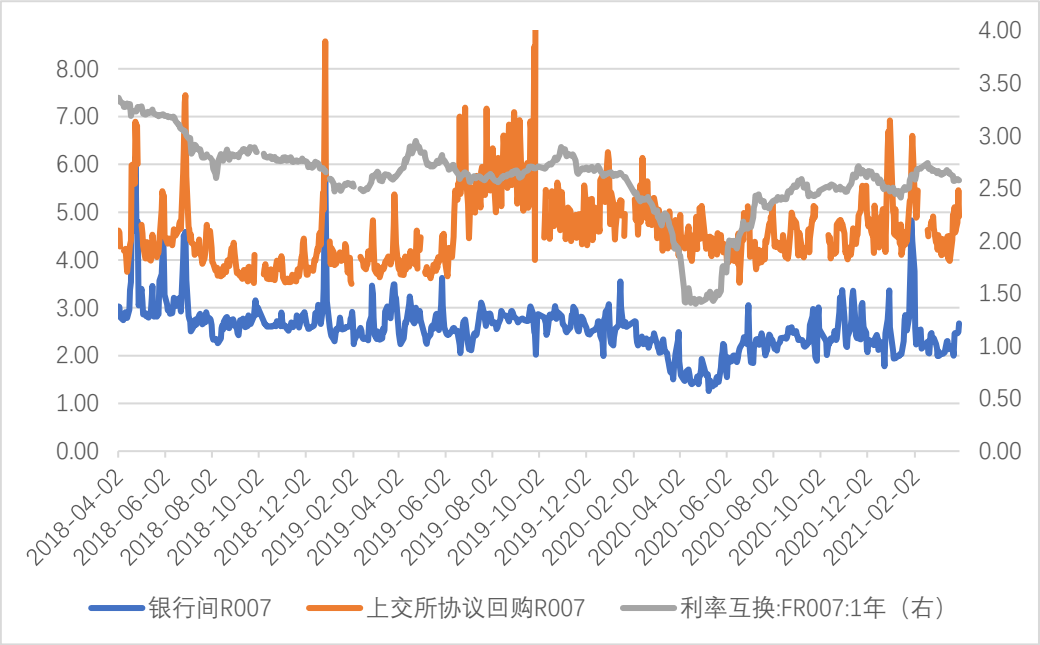
2.2 国内：一季度资金市场波动较大，央行持续释放稳定信号，未来货币政策不确定性增加

回顾 2021 年一季度，年初以来资金市场出现了较大的波动性，整体呈现了松、紧、松的顺序。具体来看，从跨年到 1 月中旬货币市场维持宽松；1 月下旬随着税期临近货币市场加速趋紧： 1 月缴税额高于预期，央行净投放较少，货币市场趋紧，短期资金利率快速攀升；2 月份以来资金市场维持宽松：就地过年政策减弱了春节提现对于流动性的影响，一季度利率债发行量亦相比往年有所下降，货币市场受冲击较少，短期资金利率相较 1 月份下旬明显下降。

从具体资金利率来看，与去年四季度相比，今年一季度 DR001 均值上升 30.72BP 至 1.90%，DR007 均值上升 4.48BP 至 2.21%，DR014 均值下行 6.93BP 至 2.38%，DR1M 均值下行 21BP 至 2.57%。DR007 与 R007 利差变动较为明显，其中 1 月下旬利差明显走阔，最高时达 175BP，说明 1 月末流动性快速趋紧，流动性分层严重。

从银行存单利率来看，1 月中下旬存单发行利率达到低点，此后快速上行，并于 2 月末达到季度高点，1Y 国股存单发行利率已上行至 3.15%，3 月份以来存单发行利率有所下降，1Y 国股存单发行利率逐步接近 3.00%。1 月份存单利率的上行主要源于资金市场总体收紧，同样由于货币市场逐步放松、央行对于货币政策的表态等多方面原因，3 月份以来存单利率逐步回复。

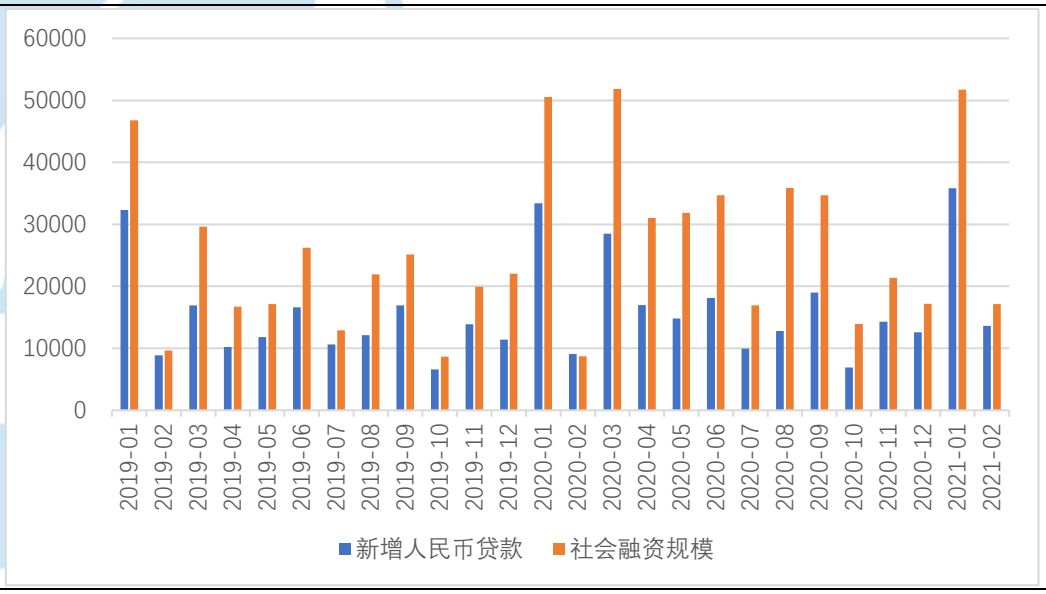
图 7：一季度利率由紧转松（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

从金融数据上看，新增信贷较去年同期增长明显，说明融资需求依旧旺盛。1、2 月新增人民币贷款分别为 3.58 万亿元、1.36 万亿元，均高于去年同期。货币数据方面，1 月份 M2 同比增速较上个月下降 0.7 个百分点至 9.40%，M1 同比增速较上个月上升 6.1 个百分点至 14.70%；2 月份 M2 同比增速较上个月上升 0.7 个百分点至 10.10%， M1 同比增速环比下降 7.3 个百分点至 7.40%。2 月份信贷数据高于预期，说明 2 月份融资需求依然旺盛，尤其是中长期贷款需求强劲；M2 增速回升主要是当月信贷大幅增加以及财政存款量大幅下降所致。

图 8：信贷规模及社会融资规模均较去年同期有所提升（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

虽然 1 月份下旬出现了资金面快速趋紧的情况，但其主要原因是缴税引起短期流动性冲击，央行当时并未及时对冲，但是 2 月及 3 月又在不断释放维稳信号，因此目前货币政策方向尚难以轻言转向。1 月份的快速趋紧主要是由于去年四季度经济恢复较好缴税额度较大所导致。财政部公布的 1、2 月份缴税额高

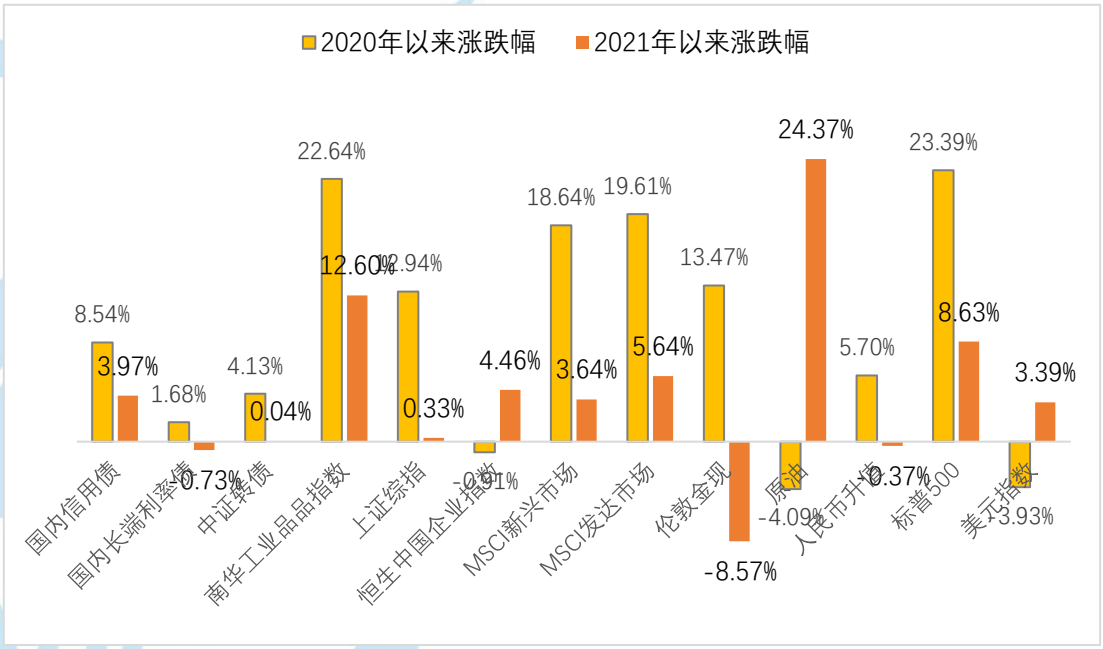
达 3.7 万亿，高于历史同期，较高的缴税额导致大量资金短期内退出市场，对资金供给造成了较大影响 。随着跨月结束以及财政投放，市场快速转松，也说明了 1 月份末的资金面波动并非长期趋势。

于此同时人民银行也在传达维持货币政策稳定的信号。近期人民银行多次在公开场合发表稳定货币政策的声明，包括 4 月 1 日的国新办发布会、3 月 24 日央行货币政策委员会、2021 年政府工作报告等。此前央行也转发金融时报文章表明，当前不应该过度关注公开市场操作的数量，更要关注操作的利率指标，而央行近期维持逆回购、MLF 原利率等量续作，亦是在传达稳定货币政策的信号。

但随着国内外经济复苏、对于杠杆率的控制，未来货币政策相较以往不确定性加大。一方面 3 月 24 日央行货币政策委员会一季度例会以来近期央行表态中删去了“货币政策不急转弯”相关表述，可能暗示着将来政策方向会出现转变；另一方面年初以来利率债发行量较少，二季度有望加速发行，叠加 4 月份为缴税大月，4 月中下旬资金面不确定因素较多，若央行不采取行动很可能再度出现流动性短期收紧的局面。后期应进一步关注央行发言以及实际货币市场运行情况。

三、 2021 年一季度大类资产相对价值

图 9：一季度股债表现一般，商品表现较好



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）国内债券在 1 月底短暂下跌之后，逐步开始回升，主要原因在于 1 月底缴税阶段，资金面意外紧张，资金价格大幅上行，一度创近两年资金价格的新高，引发债市投资者对于央行货币政策的变化的担忧，然而 2 月及 3 月两个月资金面持续宽松，从而带来长债收益率的下行，但是依然高于去年年末水平；2）A 股在一季度表现分两个阶段，春节前市场市场延续去年四季度的升势，然而随着春节之后全球通胀升温，美债收益率大幅上行，全球股市剧烈震荡，A 股也震荡下跌。3）在全球通胀预期升温的背景下，原油成为一季度表现最好的资产，布伦特原油期货结算价由去年年底的 51.8 美元上涨到 63.5 美元，涨幅 24.38%，其次是大宗商品，南华工业品指数一季度涨幅 22.64%。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 3.39%，人民币并没有延续去年的升值趋势，改为小幅震荡，相对美元贬值 0.37%。

四、 资产配置

4.1 利率债：2021 年一季度长债收较去年年底小幅上行，二季度预计债市局面将逐步明朗

1）2021 年一季度利率债走势回顾

一季度长债收益率先上后下，在资金面宽松的背景下，长债波动率明显下降。截至 3 月末长债收益率较去年年末小幅上行，1 月中上旬债市延续去年 12 月以来的乐观情绪，长债收益率继续震荡下行，然而 1 月底，由于缴税影响，资金面急剧收紧，央行仍然大额净回笼，引发投资者对于央行货币政策转弯的担忧，长债收益率明显上行，2 月开始资金面持续宽松状态延续至 3 月末跨季，2 月中旬开始全球通胀预期升温，10 年美债收益率快速上行从 1.1%左右的水平，快速上行至 3 月末的 1.7%，峰值 1.77%，但对国内债市影响有限，仅在春节之后快速上行之后，随后逐步回落，3 月债市进入低波动状态，长债收益率小幅波动。

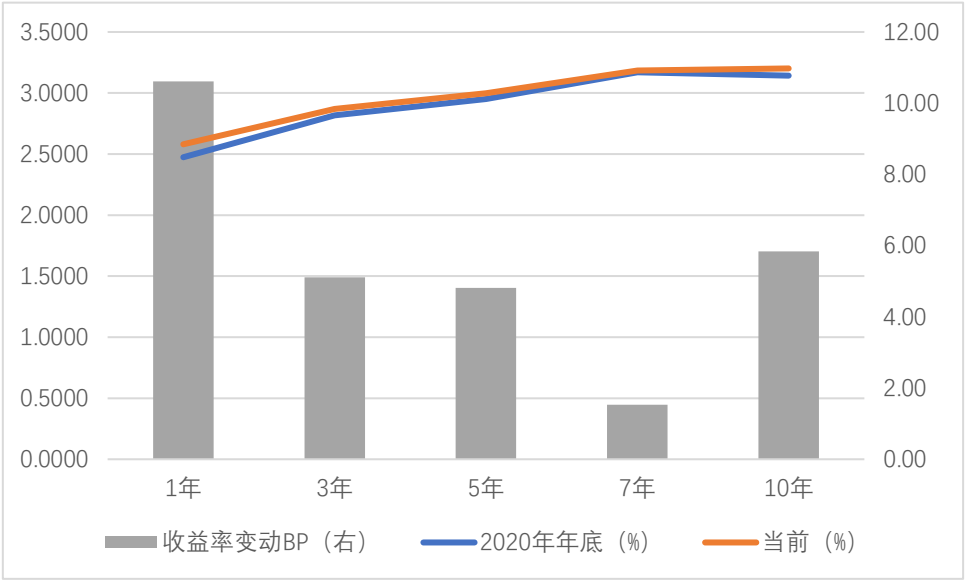
表 1：国债关键期限利率变化

国债期限	2020 年年底（%）	当前（%）	收益率变动 BP（右）
1 年	2.4739	2.5800	10.61
3 年	2.8174	2.8685	5.11
5 年	2.9512	2.9993	4.81
7 年	3.1699	3.1852	1.53
10 年	3.1429	3.2013	5.84
10-1 利差	0.6690	0.6213	

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

全球利率走势来看，10 年美债收益率大幅上行，部分新兴经济体开启加息。一季度，巴西、土耳其和俄罗斯开始加息，美联储的表态也略转鹰，中国 10 年期国债利率上行 10.6BP，而同期美国十年国债利率上行 76BP(至 1.69%)，英国和德国利率分别上行 65BP（至 0.9%）和 26BP（0.31%）。虽然海外债券市场今年迎来了债券利率大幅上行，但国内债券市场却相对比较稳定。从债券投资者情绪来看，总体对国内债市也是偏谨慎或者看空的，但收益率最近一两个月以来并没有上升，甚至是小幅下降的。谨慎的原因是认为经济处于复苏状态，全球通胀正在抬升，担心货币政策可能后续会有一定程度收紧，从而抬升利率，但是 2 月以来，资金面持续宽松，加之一季度利率债供给整体偏低，各类机构配置需求较大，因此利率稍有上行，便有较多买盘，因此在经济回升，通胀上行的背景下，长债收益率整体表现稳定。

图 10：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：出口和通胀当前都仍未见回落，政策退出仍是主线，二季度债市还将面临利空因素影响

从经济角度看，出口依旧强劲，消费和制造业投资继续修复，未来经济延续微热的概率较大。今年 1-2 月工业增加值同比 35.1 %，较 19 年同期增长 16.9%，两年平均增长 8.1%，生产明显好于去年底及正常年份同期，其主要原因在于海外复苏的外部动力，1-2 月出口再创新高，上半年美国财政刺激层层落地与全球制造业补库阶段仍有利于出口韧性维持，而四季度需要提防产业链与订单回流风险。而内需变量不同程度放缓，其中，年初国内疫情反复对消费和制造业投资带来负面冲击，但修复逻辑未打破，二季度或重拾升势；房地产“销售热、竣工强”继续支撑投资韧性，政策高压效应或在下半年逐渐兑现。对投资而言，环保限产对建材供给造成压力，而需求修复快于历史季节性，后续关注制造业投资对基建和地产的替代。

从通胀角度看，输入性通胀压力阶段性缓解，但食品通缩、工业品通胀的格局难改。当前国内当前仍具备工业品通胀继续上行的条件，第一，产能利用率较高；第二，房地产库存去化较快，补库意愿强；第三，海外发达经济体处于财政扩张周期，与国内需求形成共振；第四，价格的上涨具有普遍性。不过，市场对于这一轮通胀的持续性依然存在分歧。而通胀压力持续时间的长短对金融市场有着十分重要的意义。

从宏观经济政策看，政策的定调是支持经济在潜在增速附近。随着经济回归潜在增速以上，政策退出是具有一定确定性的主线。货币政策方面，央行货币政策委员会一季度例会删去“不急转弯”表述，结合贷款利率或下降、控制信贷规模三项提示，建议警惕信贷调控，全年新增信贷或收紧。财政政策方面，国常会首次单独提出要降低政府杠杆率，重点可能在于管理隐性债务风险，后续广义财政净支出可能下降，但也有利于坚守政策底线，为未来留下更多的政策空间。

供给压力是目前市场对二季度债市的一大担忧，对此我们区分国债和地方债来看：①国债方面，4 月国债发行环比增多，但增幅不大，预计后三个季度月均发行升至约 6 千亿；②地方债方面，目前已有 12 个省份和计划单列市公布二季度地方债发行计划，从二季度地方债供给来看，新增地方专项债提前批额度约 1.77 万亿元，中小银行资本金专项债额度约 1380 亿元，一般债方面，暂未披露新增下达额度，按专项债提前下达比例 48.5%（1.77/3.65 亿元）估算，推算新增下达额度约 4000 亿元。

综上，展望二季度，长端利率继续下行的空间和动能有限，反而存在一定的回调风险。消费及制造业投资延续修复，出口和通胀当前都仍未见回落，但是货币政策对通胀和信用扩张的反馈可能会经历从控制到跟随转向的过程，加之政府债券供给压力、外围美债市场的变化，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：一季度信用债配置需求旺盛，城投债安全边际尚存，产业债关注受益于碳中和政策的行业企业，地产债优选经营、财务稳健、融资通畅的龙头房企

1）2021 年一季度信用债走势回顾

2021 年一季度，信用债收益率多数下行，短久期、AA+品种配置需求较为旺盛，1YAA 和各期限 AA+信用债收益率下行趋势明显，幅度在 20bp 上下。

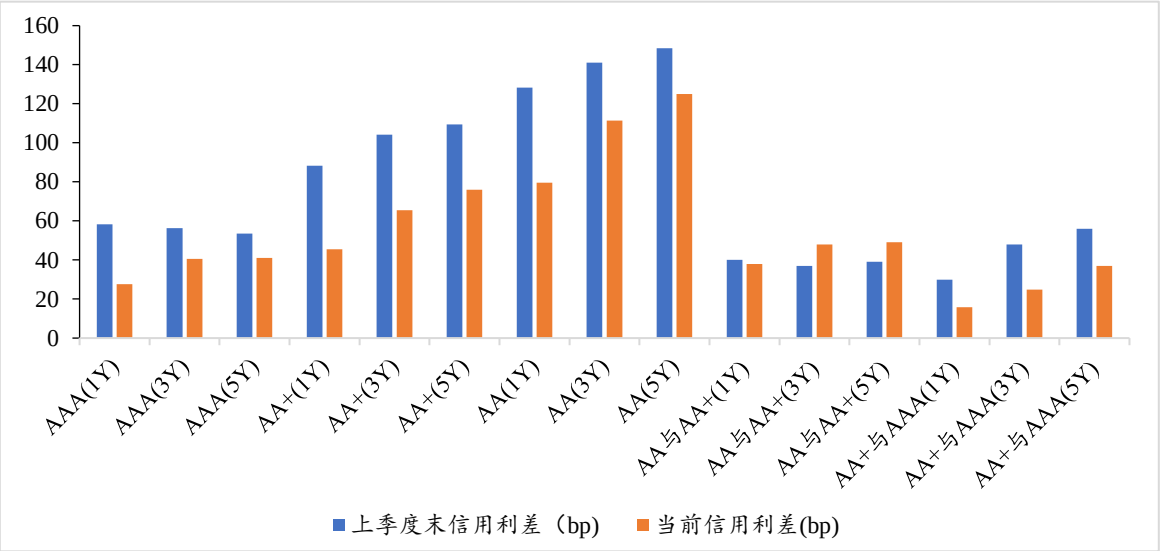
表 2：2021 年一季度信用债收益率变化

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	3.033	18.20%	-10.80
信用债(AAA):3 年	3.591	28.10%	4.66
信用债(AAA):5 年	3.770	21.60%	-2.80
信用债(AA+):1 年	3.211	16.00%	-22.83
信用债(AA+):3 年	3.839	28.60%	-18.36
信用债(AA+):5 年	4.119	24.30%	-23.86
信用债(AA):1 年	3.551	24.40%	-28.83
信用债(AA):3 年	4.299	34.50%	-9.36
信用债(AA):5 年	4.609	27.30%	-13.86

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，一季度信用利差较年初全面压缩，1YAA、1YAA+、3YAA+信用利差收窄 40bp 上下幅度最大，中短久期信用债表现优于长久期。评级利差方面，各期限 AA+与 AAA 之间的利差较年初均有收窄，幅度为 14¯23bp，1YAA 与 AA+利差收窄 2bp，3Y、5YAA 与 AA+利差走阔约 10bp，表明市场下沉评级集中于 AA+级，若下沉至 AA 级则久期控制严格。

图 11：2021 年一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）二季度信用债投资展望

a） 城投债：政策环境边际收紧区域分化加剧，警惕尾部风险

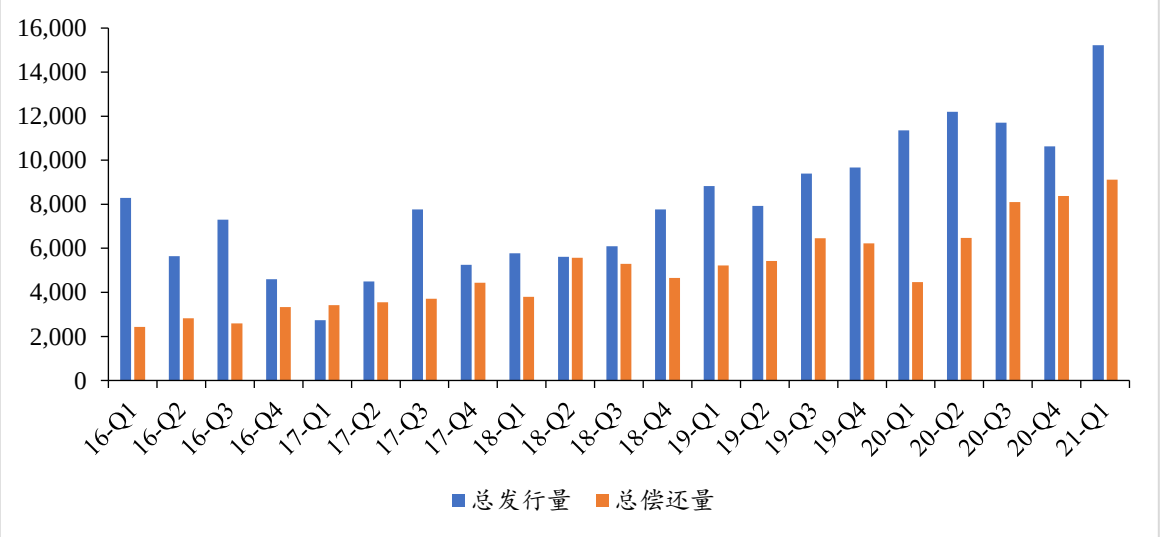
2020 年 12 月以来，新发行的地方政府再融资债券多笔资金用途为“偿还政府存量债务”或“偿还存量债务”，不同于之前的“偿还到期地方政府债券”，为存量隐性债务置换提供可能，而交易所城投发债分档审批新政，则预示着城投融资政策边际收紧的时代或将来临。财政部部长刘昆在全国财政工作会议上的讲话提到“抓实化解地方政府隐性债务风险工作。这项工作必须持之以恒、一以贯之、不留后患”，并在 2021 年 1 月接受媒体采访时表示，财政部门将积极采取“开前门”和“堵后门”并行、保障和规范并举等措施，进一步完善管理、强化监管，推进地方政府债务“阳光化”，切实把债务风险关进笼子里。3 月 13 日，财政部发布《关于 2020 年中央和地方预算执行情况与 2021 年中央和地方预算草案的报告》，指出“2021 年财政收支形势十分严峻，预算平衡难度进一步加大，债务等重点领域风险也不容忽视”，在第三部分“扎实做好 2021 年财政改革发展工作”中单独列示一个段落论述“抓实化解地方政府隐性债务风险工作”，涉及违法违规举债问责、稳妥化解隐性债务存量、坚决遏制隐性债务增量等内容，提出“指导督促地方建立市场化、法治化的债务违约处置机制”，相关表述措辞相对严厉，亦或是政策转紧的信号。3 月 15 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，确定《政府工作报告》重点任务分工，提出“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低。”在赤字率和 GDP 目标既定的情况下政府杠杆率的降低可能需要通过压降政府隐性债务实现，城投平台面临的融资约束或有所加强。

以史为鉴，有保有压是城投监管的常态，在疏堵并举的政策思路下，预计一方面地方政府因地制宜继续通过地方债置换隐性债务、安排财政资金、盘活资产资源、推动区域内平台整合等方式化解存量债务，另一方面通过加强融资约束控制增量债务。**短期来看，“守住不发生系统性风险的底线”下城投债安全边际尚存，但在经济企稳、逆周期调节政策退出、城投融资环境收紧的过程中，各区域平台因化债进度、融资难度持续分化，负面舆情逐渐由非标向债券市场蔓延，尾部平台风险或加速暴露。**

2021 年一季度城投债一级市场发行火热，发行规模为 1.52 万亿创历史新高，同比增长 34%，净融资额约 0.61 万亿。从月度数据看，除 2 月份受春节因素影响，1 月、3 月单月发行量均超 6000 亿，但各区

域城投债融资差异显著，江苏、浙江两省城投债发行量始终居前，一季度净融资额均超千亿，而天津、河南、云南、辽宁等地融资额则呈现大额净流出状态，市场对区域的偏好趋于一致。

图 12：2021 年一季度城投债发行量超过去年同期



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

从城投债信用利差来看，年初至今，AAA、AA+级城投债信用利差压缩逾 30bp，但 AA 等级信用利差与年初基本持平，处于历史高位，表明中高评级城投债更受市场投资者青睐，城投资质下沉的策略较为谨慎。

图 13：中高评级城投债信用利差压缩明显（BP）

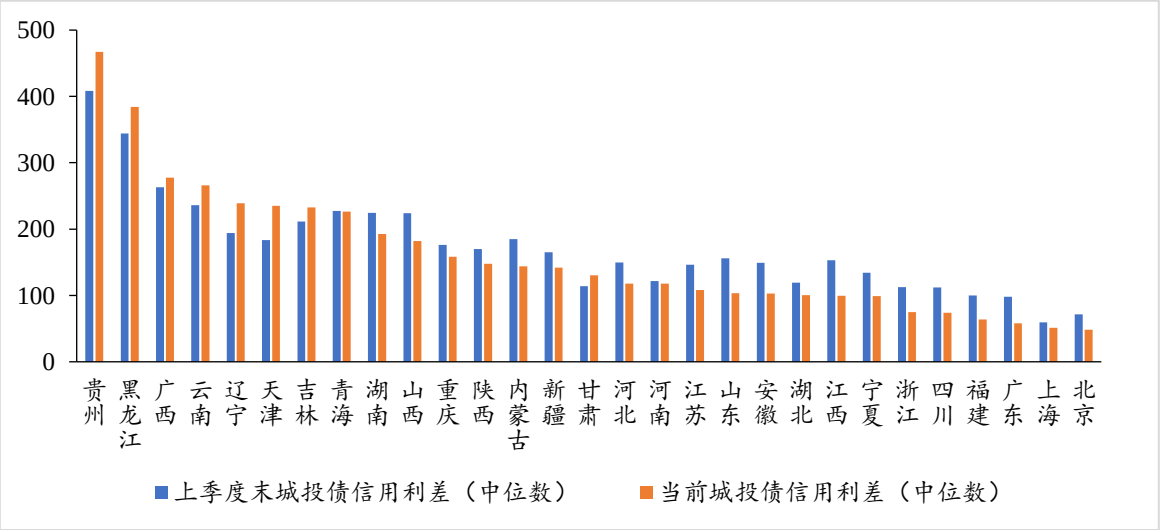


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

区域利差方面，多数省份城投债信用利差一季度大幅收窄，但贵州、天津、辽宁、黑龙江、云南、吉林、甘肃、广西利差不降反升，反映出市场对于经济发展落后、债务负担沉重、负面舆情频发、融资环境恶化的区域规避情绪加重，河南城投债信用利差较年初变动-4.32bp 压缩幅度有限，表明永煤违约带来的区域担忧仍未消除。**疫情冲击过后各地区财力与债务率之间的矛盾更加凸显，区域分化、信用分层是城投**

行业的主旋律，建议区位择优、谨慎下沉，江苏、浙江、山东等地经济发达，湖北外部支持有一定可持续性，可精选县级、园区级平台发行的短久期债券增厚收益，但需警惕尾部平台风险。

图 14：各省城投债信用利差中位数（bp）

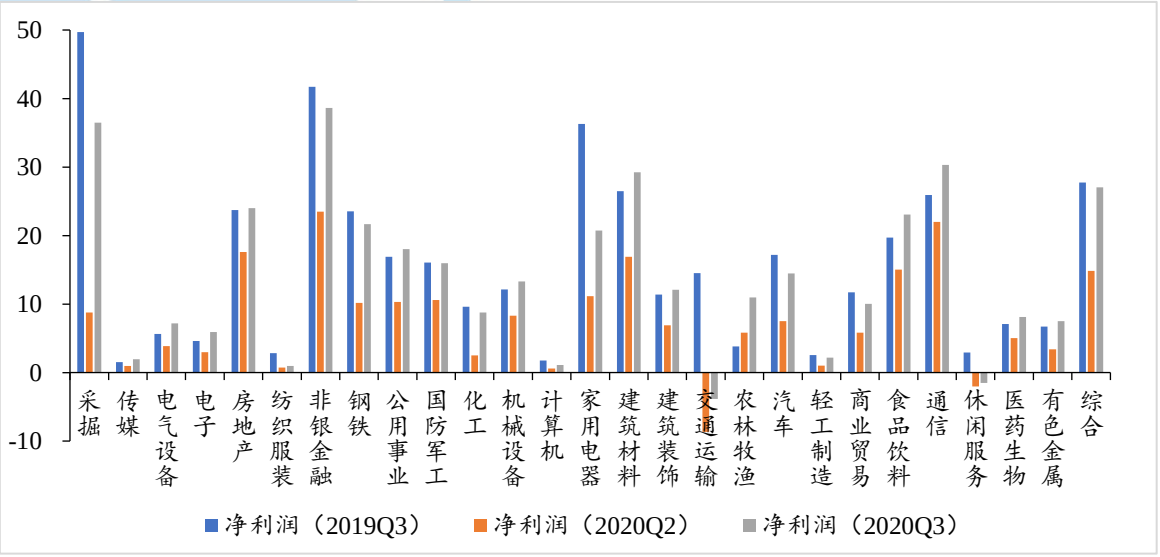


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

b) 产业债：企业盈利和现金流持续改善，碳中和政策利好减排技术先进的产能过剩行业龙头以及节能环保行业、新能源产业链相关企业

各行业盈利修复延续，行业间仍有分化。2020 年三季度，所有行业盈利均较二季度进一步改善，采掘、化工、有色金属、轻工制造、钢铁、电子行业净利润环比增幅超过 100%，交通运输、休闲服务行业净利润仍为负数但亏损面有所收窄。与上年同期相比，休闲服务、交通运输、纺织服装、家用电器、计算机、采掘、汽车、商业贸易、轻工制造、化工、钢铁、非银金融、综合和国防军工 14 个行业净利润增速为负，盈利依旧有所承压。

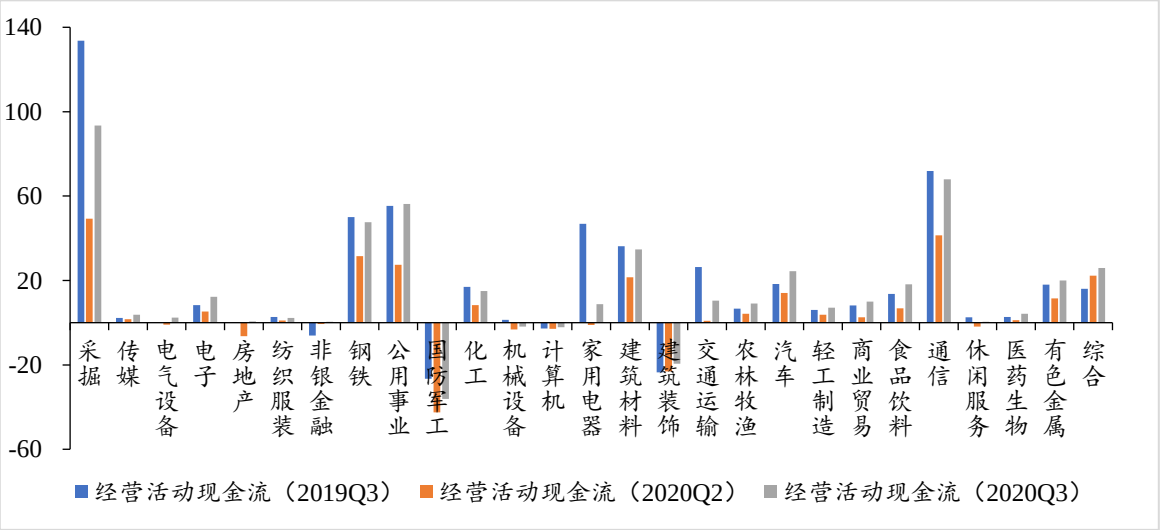
图 15：净利润（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

各行业经营性现金流有所好转，企业自身造血能力陆续恢复。2020 年三季度，国防军工、建筑装饰、计算机、机械设备行业经营性现金流维持净流出状态但规模有所降低，电气设备、房地产、非银金融、家用电器、休闲服务行业经营性净现金流由负转正，电气设备、房地产、传媒、综合、医药生物、电子、农林牧渔、食品饮料、汽车、商业贸易、轻工制造、有色金属、公用事业行业经营性净现金流已超过上年同期的水平。

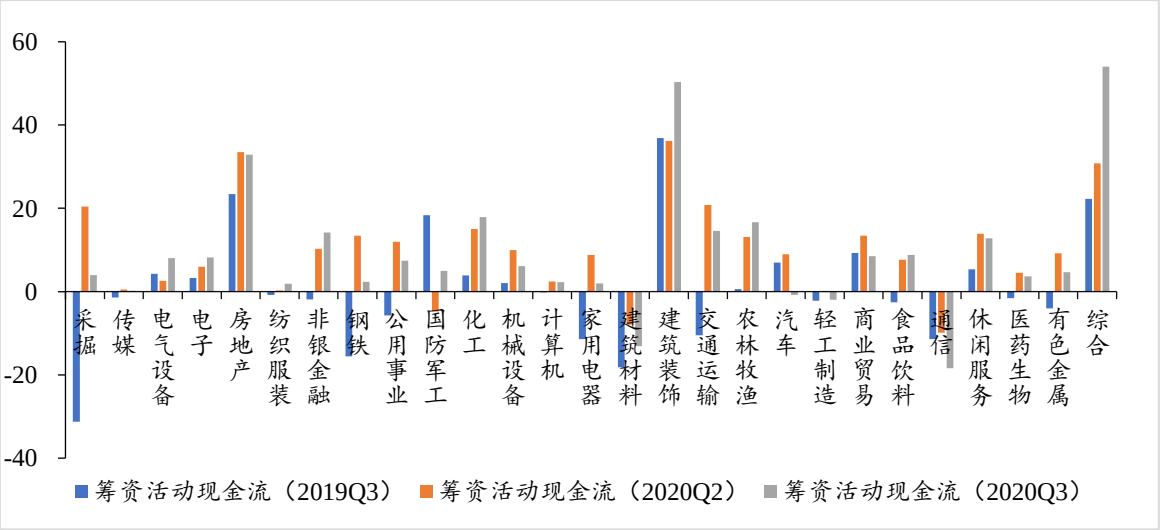
图 16：经营活动产生的现金流量净额（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

融资环境相对宽松，多数行业筹资性现金流净流入。2020 年三季度，汽车行业筹资性净现金流由正转负，或受华晨汽车违约事件影响，建筑材料、通信、轻工制造行业筹资性现金流仍呈现净流出状态，其余各行业筹资性现金流均为净流入，且与上年同期相比，多数行业筹资性净现金流有所增长，表明经济复苏进程中融资环境仍较为宽松。

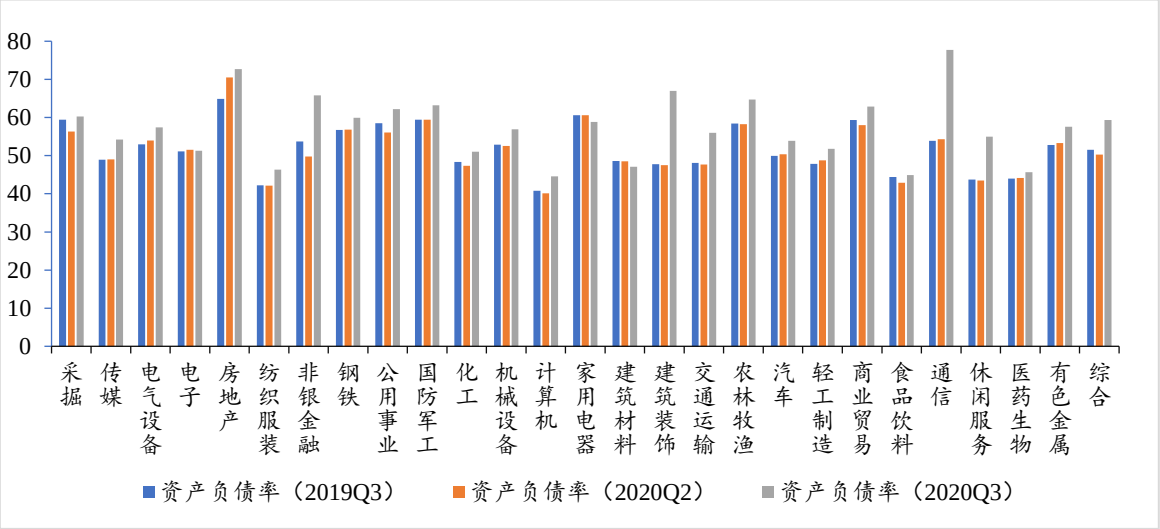
图 17：筹资活动产生的现金流量净额（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

多数行业杠杆率持续走高。2020 年三季度，仅家用电器、建筑材料、电子行业资产负债率较上季度有所下降，降幅分别为 1.82、1.40、0.23 个百分点，其余行业资产负债率均有上升，通信、建筑装饰、非银金融、休闲服务、综合、交通运输、农林牧渔、公用事业和传媒行业负债率上升幅度超过 5 个百分点。

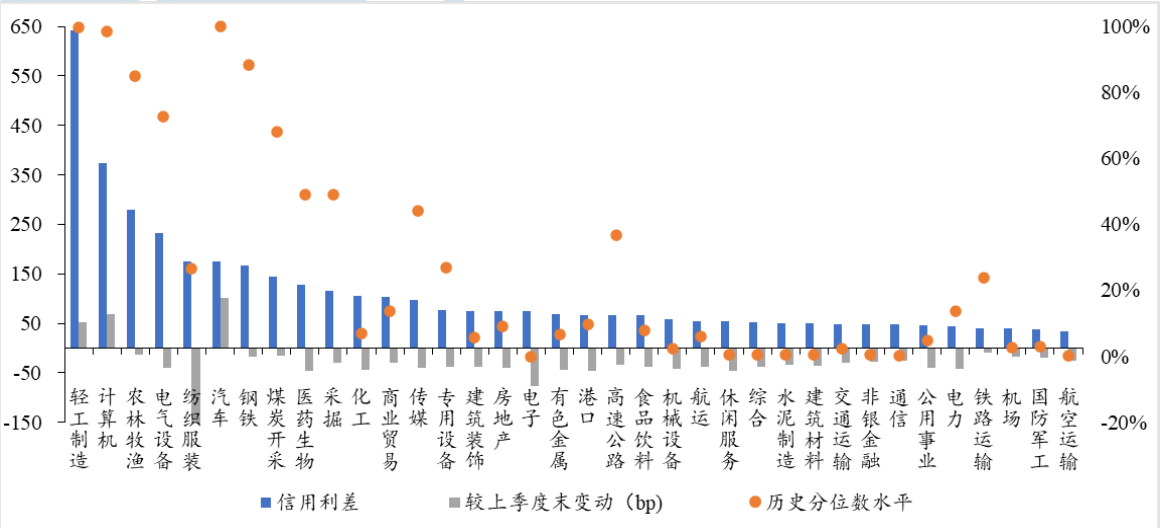
图 18：各行业资产负债率变化（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

经济基本面向好企业盈利和现金流持续改善，对信用基本面有所支撑，但融资环境友好企业加杠杆动力较强，逐渐累积的债务压力不容忽视，随着政策回归正常化，信用事件频发制约市场风险偏好，弱资质主体债务接续难度加大，违约风险和估值风险双升。从信用利差来看，多数行业信用利差处于历史较低水平，安全垫相对较薄，**建议选择盈利获现良好、杠杆水平适中的行业龙头，还可关注利差较高的钢铁板块可能存在的错杀机会。**

图 19：行业信用利差中位数（BP）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

今年政府工作报告将“扎实做好碳达峰、碳中和各项工作”列为“2021 年重点工作”之一，具体包括“制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。优化产业结构和能源结构。推动煤炭清洁高效利用，大力发展新能源，在确保安全的前提下积极有序发展核电。扩大环境保护、节能节水等企业所得税优惠目录范围，促

进新型节能环保技术、装备和产品研发应用，培育壮大节能环保产业，推动资源节约高效利用。实施金融支持绿色低碳发展专项政策，设立碳减排支持工具”等内容。3 月 22 日，央行行长易纲在中国发展高层论坛圆桌会表示，央行即将完成修订《绿色债券支持项目目录》，删除化石能源相关内容。

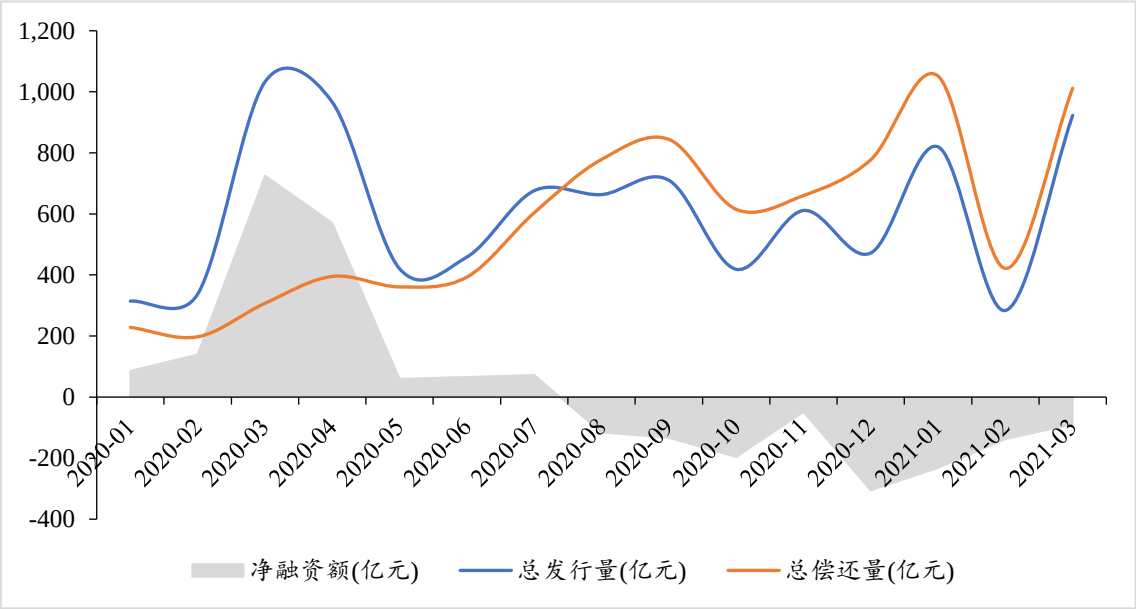
据国际能源署数据，中国碳排放量居前五位的行业分别为生产和供应的电力、蒸汽和热水（占比 46.59%）、黑色金属冶炼及压延加工业（18.86%）、非金属矿产（13.16%）、运输、仓储、邮电服务（8.14%）、化学原料和化学制品（2.68%）。短期来看，能源结构优化是循序渐进的过程，碳达峰、碳中和属中长期目标，化石能源需求端大幅收缩的条件尚不具备；高耗能高排放的产能过剩行业在经过供给侧改革之后落后产能已基本出清，现阶段进一步压降产能产量空间有限，难以成为全行业的利好。长期来看，考虑到新能源的替代效应，煤炭行业作为碳排放源头需求端承压，电力、钢铁、化工等中游行业则根据细分领域和减排技术水平影响各异，**建议关注减排技术先进的产能过剩行业龙头以及直接受益于政策的风电、水电等节能环保行业、新能源产业链相关企业。**

c) 地产债：行业调控政策加码、违约事件冲击和偿债高峰背景下资质分化明显，建议优选经营、财务稳健、融资通畅的龙头房企

自去年 8 月出台“三道红线”融资新规以来，“房住不炒”基调下房地产行业融资收紧的政策方向较为明确。从一级市场来看，“三条红线”政策出台后房地产行业净融资额连续 8 个月为负，在三项指标的约束下，房企以融资驱动的增长模式难以为继，触及红线的主体面临着降杠杆的压力。

2020 年 12 月 31 日，央行、银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，对银行业金融机构的房地产贷款余额占比及个人住房贷款余额占比分档设置上限；2021 年 2 月，自然资源部自然资源开发利用司负责人表示，今年要求各地进一步将住宅用地出让信息合理适度集中，重点城市要对住宅用地集中公告、集中供应，据媒体报道，调控将涉及 22 个试点城市，包括北京、上海、广州、深圳、南京、杭州、苏州、厦门、福州、重庆、成都、武汉、郑州、青岛、济南、合肥、长沙、沈阳、宁波、长春、天津、无锡。房地产调控政策持续加码，贷款集中度新规一方面限制房地产信贷投放，强化了房企融资约束，另一方面居民加杠杆能力减弱，或制约房企销售回流，缺乏融资优势、去化压力较大的中小房企流动性趋紧、违约风险加大。集中供地新政使同一时期土地供给充足，有利于分流房企资金，降低单个地块参与竞争者的数量，抑制房企哄抢土地抬高溢价率的行为，同时也意味着项目的集中推盘和客户的分流，有利于达到稳地价、控房价的目标；但也加大了房企的资金集中支出压力，对房企的资金实力、投融资能力和运营能力提出更高的要求，杠杆高企、融资受阻的房企现金流承压、拿地难度加大，行业内部分化将进一步加剧，抱团拿地、合作开发或将增多。

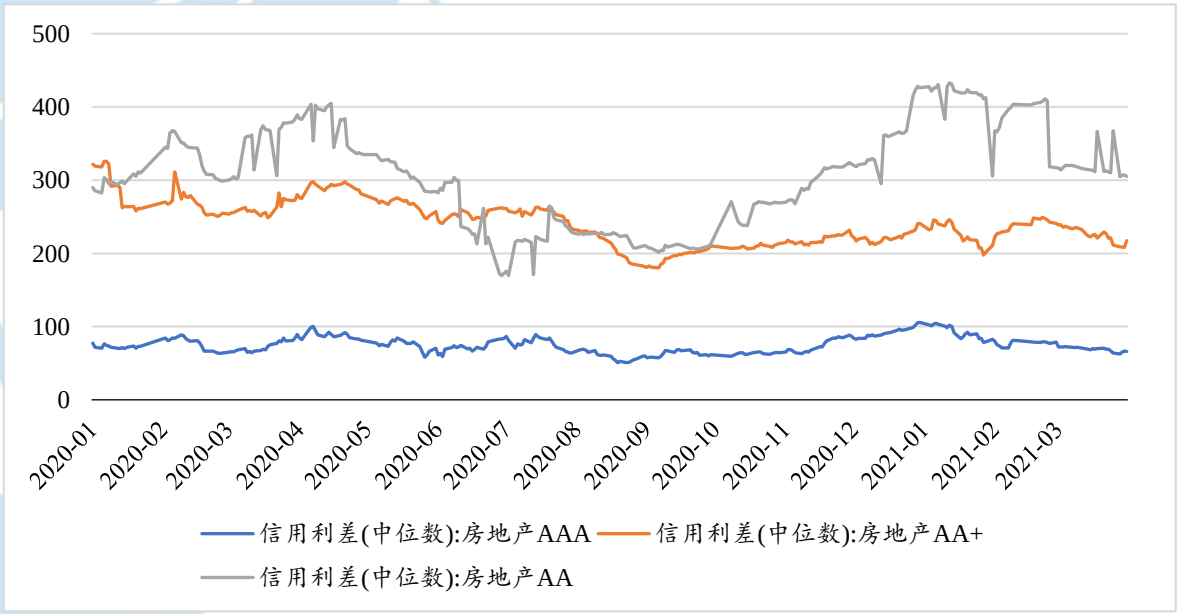
图 20：地产债发行与净融资额（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

房企在一季度迎来偿债高峰，华夏幸福违约事件冲击下各评级信用利差走势分化，AA 级房地产信用利差波动剧烈，AAA 级房地产信用利差则持续压缩近 40bp，中低评级房企估值承压，AA、AA+、AAA 级房地产信用利差分别处于 2013 年以来 82.5%、72.8%、19.8%的历史分位数水平。二季度房企仍有较大债券到期规模，弱资质房企的信用风险有上升趋势，**建议以“三条红线”的监管指标为参考，优选经营、财务稳健、融资通畅的龙头房企。**

图 21：地产债各评级信用利差（BP）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

我们建议二季度信用债投资仍以高票息中短久期为主，城投债短期内仍具备安全性，但疫情冲击过后各地区财力与债务率之间的矛盾更加凸显，加之政策环境边际收紧，区域分化、信用分层加剧，建议区位择优、谨慎下沉，警惕尾部平台风险。地产债在行业调控政策加码、违约事件冲击和偿债高峰背景下资质分化明显，建议以“三条红线”的监管指标为参考，优选经营、财务稳健、融资通畅的龙头房企。产业债

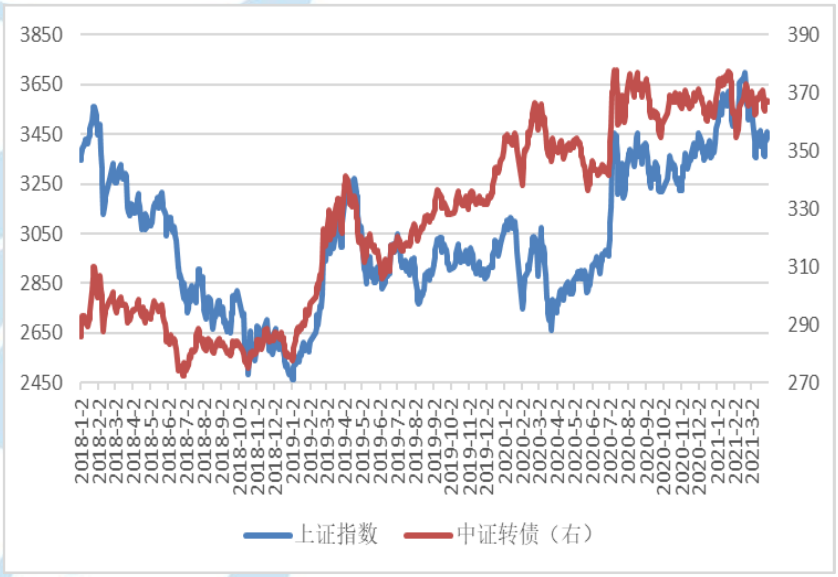
建议关注减排技术先进的产能过剩行业龙头以及直接受益于碳中和政策的风电、水电等节能环保行业、新能源产业链相关企业。

4.3 可转债：一季度转债市场随权益市场震荡下行，二季度关注碳中和主题、低估值防御板块、受益疫情退出的服务业、调整到位的龙头白马等

1）一季度可转债市场回顾：随权益市场震荡下行，但抗跌属性凸显

2021 年春节前，权益市场一路高歌猛进，上证指数一度突破 3600 点，但春节后进入震荡下行区间并持续震荡调整。风格上低估值顺周期品种依然是市场的主力领涨板块，龙头白马受到持续压制。可转债市场与权益市场趋势基本一致，但相较而言，可转债在 3 月的抗跌性明显改善，一方面转债正股多为中证 1000 成分股，结构上占优，转债平价指数表现好于沪深 300 指数；另一方面转债提前于股市压估值，前期压力释放较充分，近期在股市情绪仍较脆弱的背景下，转债攻守兼备的优势再次凸显。全季度来看，上证指数、深证成指、中小 100、创业板指分别下跌 0.90%、4.78%、6.86%、7.00%；可转债指数方面，上证转债本季度下跌 0.21%收于 328.10，深证转债本季度下跌 1.58%收于 257.54，中证转债本季度下跌 0.40%收于 366.83，转债抗跌属性凸显。

图 22：转债市场随权益市场震荡下行



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，本季度各行业涨跌各半，其中，涨幅前五的行业为食品饮料、钢铁、公用事业、银行、休闲服务，涨幅分别达到 16.76%、15.66%、11.50%、10.51%、10.02%，跌幅前五的行业为国防军工、非银金融、通信、计算机、传媒，跌幅分别为 19.26%、12.50%、11.42%、9.03%、8.52%。

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
一季度涨幅	4.44%	4.01%	15.66%	-0.46%	5.99%	7.60%	-5.26%
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
一季度涨幅	0.25%	-19.26%	-8.50%	-7.73%	1.25%	6.37%	-4.20%
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
一季度涨幅	0.44%	16.76%	10.02%	-4.06%	11.50%	0.58%	-1.23%
行业	电子	计算机	传媒	通信	银行	非银金融	综合
一季度涨幅	-7.75%	-9.03%	-8.52%	-11.42%	10.51%	-12.50%	0.19%

资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）近期市场展望：基本面将成为权益市场最重要的破局因素，转债关注碳中和主题、碳中和主题、低估值防御板块、受益疫情退出的服务业、调整到位的龙头白马等

当前市场悲观预期顶点已现，二次探底后底部确认，预计投资者对国内外宏观扰动因素反应将逐渐钝化，情绪和行为回归平静。平静期内，基本面将成为 4 月最重要的破局因素，国内宏微观层面的持续验证将缓解投资者对国内资本市场的谨慎预期，形成新的投资主线，同时海外强复苏的阶段性受挫也将给当前全球流动性提前收紧的预期降温。

近期转债市场仍处于弱势震荡区间中，波动缩窄。权益市场仍处于磨底阶段，多数行业并没有显著的方向。受到权益市场的影响，从行业角度看转债市场缺乏明晰的主线。从风格角度看，多数低价转债止跌回升，估值阶段性修复。转债市场目前已在一定程度反映出低价个券的估值改善、信用风险修复以及下修的影响，但若权益市场反反复复则低价个券空间有限。高价个券方面，权益市场的低迷、条款的限制以及流动性均衡的环境，难以成为支撑转债大幅上涨的因素。一方面应重点考虑基本面较优或出现显著改善的个券，短期应选择弹性较好、景气度较高的个券；另一方面可参与防御性较好的品种，例如高 YTM、临近到期或回售的标的。

转债投资建议关注以下方向：（1）碳中和目标下行业将迎来供需格局长期改善的板块；（2）低估值防御板块，具备“盈利增速稳定、高分红、低估值”特征，包括公用事业、银行、部分建材、汽车零部件；（3）受益疫情退出的服务业，包括航空、酒店旅游等；（4）调整到位的龙头白马，可以逢低左侧布局，提前埋伏；（5）4 月上市公司密集披露年报和一季报，关注盈利能力较好的板块和个股对应的转债。

4.4 权益市场：二季度或宽幅震荡，把握存量博弈下的结构性机会

1）2021 年一季度权益市场回顾

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周同期每吨上涨 78 元，收报于 4847 元/吨，涨幅 1.64%；焦炭价格每吨大跌 121.5 元，收报于 2177.5 元/吨，跌幅 5.28%；焦煤价格每吨大跌 66.5 元，收报于 1543 元/吨，跌幅 4.13%。

表 4：权益市场核心指数表现（2020 年 1 月-2021 年 3 月 31 日）

主要指数 / 季度涨跌	上证综	深证成指	创业板	沪深 300	中证 500
2020 年一季度	-9.83%	-4.49%	4.10%	-10.02%	-4.29%
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%

资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

回顾一季度：得益于国内疫情的有效控制，全球基本面强劲复苏，宏观经济处于高景气；流动性方面，春节前后总体偏紧，央行对通胀判断相对中性，提出引导市场利率围绕政策利率“波动”，更强调货币政策合理适度。中长期货币政策继续向正常化回归，但考虑到海外流动性、汇率压力、通胀水平等问题，都不具备流动性快速收紧的必要性和紧迫性；海外方面，随着疫苗的全面展开，美国基本面持续复苏，大宗

商品趋势性涨价，叠加美国新一轮 1.9 万亿美元的财政刺激，导致美债利率快速上行，一度突破 1.7%关口。短期 10 年美债收益率快速上升加剧投资者的担忧，同时加大全球市场的扰动。

春节前市场受益于一季度企业盈利大幅改善的预期影响，A 股快速大幅涨升，上证综指一度突破 3650 点；但节后随着一致性预期导致的情绪过热叠加流动性收紧的影响，高开低走，以消费、医药等核心资产为代表的机构抱团股出现负反馈效应，引领市场快速、大幅杀跌。截止 3 月 31 日，上证综指报收于 3441.91 点，下跌 0.90%；同期深圳成指和创业板指分别下跌 4.78%和 7.00%，中证 500 指数下跌 1.78%，表现相对强势。板块方面，近年累计涨幅较大且估值弹性较大的军工、非银行金融、通信、通信等板块在节前冲高并在节后大幅杀跌，而钢铁、可选消费、银行和电力及公用事业等低估值板块整体上行，表现较好。

图 23：一季度上证综指大幅冲高随后 A 型反转



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）二季度权益市场展望：二季度或宽幅震荡，把握存量博弈下的结构性机会

展望二季度，我们认为，本轮经济复苏的持续性与弹性大概率超预期，基本面的拐点可能在下半年；货币刺激政策将缓慢退出，但紧缩预期逐渐从隐形风险逐渐转为显性风险，整体市场逐渐适应流动性波动；估值压力不大，市场风格迎来再平衡；美国基本面的强劲复苏传导至流动性超预期收紧，间接带来的全球权益市场向下调整的风险。在此环境下，A 股市场难有指数型行情，但仍存在大量结构性机会。

本轮经济复苏的持续性与向上弹性大概率超预期，基本面的拐点可能在下半年。3 月官方制造业 PMI51.9%，环比上涨 1.3%，环比回升力度处于上限水平，大、中、小型企业均回归枯荣线以上，表明制造业仍处于高景气，企业对经营、出口的预期向好将支持制造业投资修复。同时，本月服务业 PMI 为 55.2%，环比反弹 4.4%，力度远远强于季节性，显示服务业的复苏也已蓄势待发。从复苏的弹性来看，主要驱动力来自于海外，尤其是美国的房地产市场和基建投资。拜登 1.9 万亿美元的巨额财政刺激计划的推出，以及房地产销量数据创 6 年新高，预计未来全球需求将会继续大幅度改善。

货币刺激政策将缓慢退出，但紧缩预期逐渐从隐形风险转为显性风险，整体市场逐渐适应流动性波动。2 月社融存量同比 13.3%，较 1 月回升 0.3 个百分点，是去年 11 月增速下行以来首次出现回升。2 月新增社融规模 1.71 万亿，大超市场预期。2 月社融存量增速再次反转上升，除了去年 2 月低基数原因外，经济的内生动力较强，实体融资需求旺盛。央行基调是“稳”字当头，既包含“不急转弯”的节奏指向也包括

不引发金融风险的政策底线，流动性回收节奏过快不符合政策要求。随着市场频繁收到利率波动的影响，预计市场将逐渐消化相关风险。

估值压力不大，市场风格迎来再平衡。截止 3 月 23 日，沪深 300 估值为 15.45 倍，高于 2011 年以来均值向上一倍标准差水平；中证 500 估值为 26.67 倍，低于 2011 年以来均值水平；上证 50 估值 13.50 倍，高于 2011 年以来均值向上一倍标准差水平；创业板指估值 58.48 倍，略高于 2011 年以来均值水平。估值压力不大，阶段性下跌出清阶段性泡沫，防止系统性风险。同时，在流动性持续收紧和估值难以继续扩张的前提下，预计未来市场估值逻辑由 DCF 转变为 PEG 模型，未来涨幅将由估值合理且业绩超预期的公司贡献。投资策略将从风格 beta 转变为个股 alpha。市场偏好从盈利确定性转变为盈利弹性，长久期的核心资产由于前期估值透支过大，而当前市场存在许多性价比较高且今年业绩弹性较大的中小市值股，因此我们预期市场风格将持续收敛。

美国基本面的强劲复苏传导至流动性超预期收紧，间接带给全球权益市场向下调整风险。随着全球经济复苏，通胀与美债收益率加速上行，美联储货币政策难以进一步宽松。目前美国十年期国债收益率为 1.73%，距离 2%的风险临界线只有一步之遥。由于当前美债收益率与美元指数的快速上行成为压制新兴市场的主要因素，因此今年需要提防美债收益率和美元指数进一步上行可能会引发的流动性冲击。

综合判断，一季度先扬后抑的行情阶段性消化估值，虽然基金负反馈效应主动出清市场阶段性泡沫，但利于权益市场长牛的发展，预计二季度市场将宽幅震荡，把握市场结构性机会。投资策略上，不应过度乐观与悲观，重个股轻指数，自下而上挖掘具备盈利增速与估值性价比高的个股。风格方面，估值驱动将转为业绩驱动，并由盈利确定性转为盈利弹性，风格将持续收敛。战术方面不易追涨，应以高抛低吸为主。建议重点关注如下三条主线。

一是随着全球经济持续复苏，传统价值型龙头公司业绩持续改善，中期机会明朗。板块方面，看好民航、酒店、旅游、餐饮、银行等前期疫情冲击大的消费服务等具备性价比的板块。

二是外需导向中国优势制造业。随着全球地产的改善、生产端的改善使得外需进一步改善。建议关注家电、轻工、机械、电气设备、汽车及零部件等领域需求呈现继续改善的板块。

三是以军工和半导体为代表的高景气、国家安全及自主可控板块。

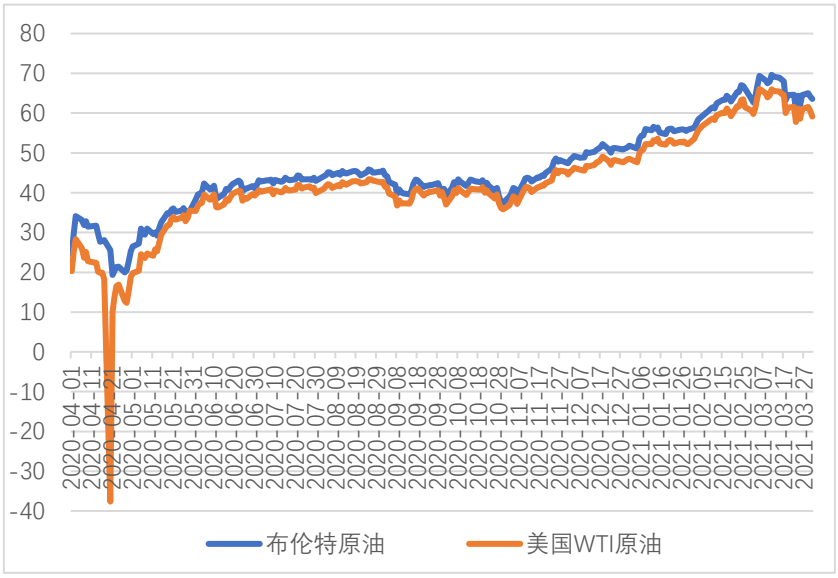
风险提示：流动性收紧、海外风险事件及原始股解禁与减持等。

4.5 原油：油价先升后降，短期油价仍承压，但中长期或将继续上涨

1）2021 年第一季度原油市场走势回顾

油价在一季度整体呈先上升后下降趋势，有阶段见顶的可能。年初，在全球经济持续复苏背景下，原油需求不断回升，加上美元贬值因素，推动油价延续去年四季度的上涨趋势。布伦特油价从去年底的 50 美元/桶，一直增长至 3 月初的接近 70 美元/桶，涨幅近 40%。同期，美股 WTI 油价也从约 48 美元/桶涨至 66.09 美元/桶。但 3 月中下旬以来，受欧洲的疫苗问题频出、欧洲出现第三波疫情反弹和 OPEC+宣布增产等影响，油价开始出现震荡回落。到 3 月底，布伦特油价已跌至 63.54 美元/桶，美国 WTI 油价跌至 59.16 美元，3 月 23 日因为苏伊士运河突然发生货轮堵塞运河事件，布伦特油价曾一度跌到接近 60 美元。

图 24：一季度油价上升后降，有阶段见顶可能（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

短期油价持续受到压力，但中长期有望保持上涨。欧美及亚洲部分国家疫情再次出现反弹，以及 OPEC+主要产油国和伊朗等原油供给增加将在短期内将对油价形成一定冲击。近期欧洲出现第三波疫情，新病毒株在法国、德国等欧洲国家蔓延，法国此前对一些地区的封锁期延长一个月，近期更是将封锁范围扩大至全国，德国也加强了防疫措施，但是也得到了国民的抵制和抗议，此外美国和印度疫情新增病例数也出现明显反弹，近日印度病例数增加创历史新高的 10 万例以上，反映出新冠疫苗接种缓慢也限制了对疫情的遏制作用，接种缓慢的一个原因是部分疫苗接种后出现了严重不良反应，人们由此对疫情接种产生一定谨慎心理。疫情再次反复，加上中国经济复苏有所放缓，影响了油价的需求前景，短期将对油价产生承压。此外，最近举行的 OPEC+会议也宣布将在 5-7 月将原油供给增加 200 万桶/日，同时伊朗、利比亚、委内瑞拉等国家的原油生产和出口因为不受限制，这些国家的原油产量也在增加，都对油价产生短期不利影响，预计布伦特油价二季度将下跌至 60 美元上下。

不过中长期，全球经济延续复苏态势，美国两次规模超 4 亿美元的刺激方案将对原油需求形成有力支撑，油价在需求端拉动下上行仍将是大势所趋。今年开始进入后疫情时期，全球经济逐渐走出疫情影响加速复苏，尤其是原油消费大国中国、美国、日本的经济复苏速度较快，PMI 指数均处于较高水平，欧盟受疫情反弹影响复苏不及预期，近期 OCED、IMF 等国际组织不断上修全球经济增长的预期值，预计今年底全球经济将恢复到疫情前水平，这将继续支撑油价反弹，预计年底油价将恢复到 70 美元的水平。此外，美国此前通过的 1.9 万亿美元疫情纾困方案以及近期提出的 2.25 万亿美元基建方案，都将抬高美国未来 1-3 年的经济增长水平，预计也将在一定程度上拉动美国及全球的原油消费预期，从而在中长期有利于油价上涨。

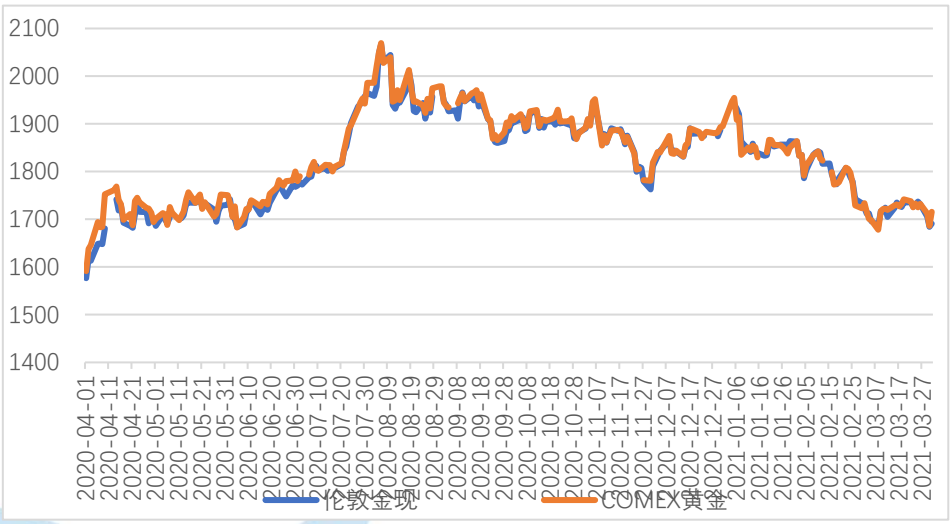
4.6 黄金：疫情放缓、经济改善环境下，金价延续单边下行，短期仍需谨慎

1）2021 年一季度黄金市场走势回顾

一季度金价延续单边下行行情，创下自 2016 年四季度以来表现最差的一个季度。金价在去年 8 月创下历史新高，此后由于各国逐渐解除疫情封锁，全球经济持续复苏，加上较宽松货币政策的刺激，市场风险偏好不断上升，作为传统避险工具的黄金的价格便一直处于下行趋势。进入今年以来，美元升值，以及

美债殖利率不断上升，导致黄金的吸引力继续下降，金价延续下行行情，伦敦现货金价在 1 月跌破 1900 美元/盎司，2 月跌破 1800 美元/盎司，3 月又跌破 1700 美元/盎司，到 3 月底，伦敦金现价格已跌至 1691.05 美元/盎司，COMEX 黄金期货价格跌至 1715.6 美元/盎司，累计跌幅超 10%。

图 25：金价一季度延续单边下行趋势，跌幅超 10%（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

短期内通胀担忧导致美债收益率继续震荡上行，加上美国经济复苏加强使得美元持续走强，将对金价形成压力，但中长期，美国推出量化宽松政策带来美元贬值可能，或将支撑金价反弹上升。全球经济在后疫情时期，制造业、房地产等生产端恢复较好，显然快于需求端，导致国际大宗原材料价格持续上涨，引发市场对通胀担忧，带动美国 10 年期国债收益率进入上升通道，最新数据显示该收益率已升至 1.77%附近，大多数研究机构认为后续收益率仍将不断上涨，年内或将上涨至 2%，2021 年继续涨至 3%，2022 年将达到 4%，这将不断降低黄金对投资者的吸引力。不过随着收益率的上升，金价的边际敏感度也将不断降低。

不过，从通胀维度来看，若二季度之后美国通胀大超预期，届时可能会迎来黄金的一轮反弹。

五、 总结

总体来看，我们认为二季度以“经济持续回升但回升速度放缓”为主要配置思路，建议从逐步恢复的增长中寻找收益。

全球股票市场维持震荡，国内无风险利率整体在高位波动，股债性价比边际变化的情况下，建议均衡配置股债；股票市场的内部风格表现也更均衡，在二季度可以布局传统价值型龙头公司，中国优势制造业，而军工及科技适合逢低买入。黄金资产的配置受实际利率上升及美元反弹的双重压制，短期仍有下行压力，震荡筑底，需要耐心等待。原油短期震荡，中期仍可期。

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	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	现金类资产	低配	经济逐步回暖及 PPI 企稳，债券收益率回升，近期各大不确定事件逐一落地，金融市场大幅波动的概率降低，使得现金类资产短期缺乏吸引力。
	长端利率债	标配	上半年经济复苏动能较足，全球通胀预期抬升，金融条件将呈现信贷趋紧，流动性中性，二季度长端利率债掉头向上的风险加大。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。
	短端信用债	超配	当前信用债投资仍以高票息中短久期为主，城投债短期内仍具备安全性，但疫情冲击过后各地区财力与债务率之间的矛盾更加凸显，加之政策环境边际收紧，区域分化、信用分层加剧，建议区位择优、谨慎下沉，警惕尾部平台风险。地产债在行业调控政策加码、违约事件冲击和偿债高峰背景下资质分化明显，建议以“三条红线”的监管指标为参考，优选经营、财务稳健、融资通畅的龙头房企。产业债建议关注减排技术先进的产能过剩行业龙头以及直接受益于碳中和政策的风电、水电等节能环保行业、新能源产业链相关企业。
	长端信用债	低配	长端信用债收益率安全边际不足，而长期信用风险在当前市场宽松的环境下难以预知。
	可转债	标配	建议关注以下几个板块：（1）碳中和目标下行业将迎来供需格局长期改善的板块；（2）低估值防御板块，具备“盈利增速稳定、高分红、低估值”特征，包括公用事业、银行、部分建材、汽车零部件；（3）受益疫情退出的服务业，包括航空、酒店旅游等；（4）调整到位的龙头白马，可以逢低左侧布局，提前埋伏；（5）4 月上市公司密集披露年报和一季报，关注盈利能力较好的板块和个股对应的转债。
商品	黑色产业链	标配	经济复苏叠加商品结构性的供给不足，是 11 月以来这一轮商品上涨的主要逻辑。当前工业原材料的价格已经接近 2017 年高点的水平。这其中主要是仍然偏低的油价拖累了整体指数，除油价外其它工业原材料价格大多已经居于历史高位。我们认为在疫苗普及、全球经济不确定性消除之前，原材料持续涨价的动力正在减弱，对国内出口类商品的影响也将减弱。
	原油	标配	2021 年如果疫情没有出现重大利空，并且 OPEC+严格遵守减产计划和“维持油市平衡”的宗旨，油价整体上大概率会偏强运行。但需要注意的是，需求的恢复需要足够的时间，2021 年需求恢复至疫情之前的水平难度很大，油价上方的压力也会随着价格向压力区间的靠拢而逐渐增大。所以，需要以价格重心抬升、震荡渐进式上涨方式对待油价，不宜过分追涨。
	黄金	低配	近期美国总统意外签署新一轮经济刺激计划，打压了美元并提高了黄金的吸引力，同时疫情继续恶化，尤其是变异新毒株的扩散压制投资者信心，也给金价提供更多避险需求。尽管金价上涨面临一定压力，但短期走势或很大程度上取决于美国刺激措施的规模以及疫苗推出的效果。从长期来看，预计未来一段时间金价的表现为震荡中枢倾向于逐渐向下，未来若美联储开始发出收紧货币政策信号，黄金或将转入周期下行。

资料来源：中航证券研究所，中航证券资管业务部

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，金融学博士，中航证券首席经济学家，研究所所长。
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。