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

金融市场分析周报：货币政策委员会一季度例会召开，债市多头情绪占优（2021.03.22-2021.03.26）

金融市场分析周报　　2021 年 3 月 29 日

摘要

- **经济数据：工业企业利润：低基数及政策影响下，工业企业利润延续此前快速增长态势。**过去两年同期增速连续为负，加上国内疫情散发下“就地过年”政策的实施，推动工业企业效益状况延续快速复苏态势，前两个月工业企业利润同比大幅增长，预计未来几个月将继续环比上行。后续看，未来几个月，工业企业利润或将会继续上行。产成品价格持续回升，且短期内暂未见顶，将带动企业盈利能力持续上升，在需求持续改善的情况下，工业企业生产和利润将保持良好发展态势。

- **央行的公开市场操作及资金面：央行公开市场操作完全对冲到期量，本周资金面维持宽松，下周公开市场操作到期有限，关注月末财政投放以及二季度地方债融资情况。**本周央行公开市场累计进行了 500 亿逆回购操作，本周共有 500 亿元逆回购到期，因此本周完全对冲到期量。本周五央行开展了 50 亿元央行票据互换（CBS）操作，期限为 3 个月。资金面整体继续维持宽松态势。缴税走款的影响相比上周有所减弱，隔夜、14d 利率逐步回落，另外随着跨季的开始，7d 利率本周四、周五上涨明显。下周为三月份财政集中投放期，可能会进一步补充资金市场流动性。此外随着二季度临近，地方债务融资增速可能相对提升，对于资金市场造成冲击。
- **利率债：基本面的角度来看，经济下行还是通胀上行都更加缓和，货币政策短期易紧难松，债券市场仍需谨慎。**货币政策层面，从本周的货币政策委员会来看，于后续政策方向的启示不多，去掉“不急转弯”，虽不能代表政策转向，但例会措辞整体基调偏谨慎。若货币供应增速偏高持续，可能引发政策的调整。4 月份资金缺口较大，建议投资者保持谨慎，关注央行对冲力度以及政治局会议对货币政策说法是否会有调整。整体看当前政策重点在于防风险和稳杠杆，货币政策易紧难松。
- **可转债：权益市场震荡小幅上行，转债市场与权益市场趋势一致但全周录得下跌行情，一级供给加速，关注顺周期、疫情退出的交易复苏逻辑、制造业修复、银行等。**本周权益市场震荡小幅上行，可转债市场整体趋势与权益市场一致，但全周录得下跌行情，高平价和超高平价券表现不及中低平价券，一级供给加速。权益市场预计仍处于磨底阶段，建议提前布局通胀预期的拐点，转债策略上维持均衡化的思维，建议关注顺周期、疫情退出的交易复苏逻辑、制造业修复、银行等。

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

- **权益市场：二次探底后强势反弹，市场或构筑中期底部，关注军工、消费服务、银行等高景气板块以及错杀“茅”，**本周市场完成二次探底后周五暴力反弹，三大股指周线结束五连阴。市场情绪有所修复，长久期核心资产企稳止跌。本周 A 股市场受海外两大负面因素影响，推动股指二次探底。一是海外新冠疫情状况好转晚于预期，市场情绪推动外围市场“股债油”三杀；二是土耳其暴跌多国货币异动。基本面方面，1-2 月利润数据呈现加速修复趋势，企业盈利修复符合预期。沪深 106 份一季度业绩预告中九成公司遇喜，企业业绩复苏性增长为市场提供有效支撑。国务院出台今年结构性减税力度最大政策，政策性增厚制造业利润。展望后市，短期不易过度悲观亦过度乐观，短期大盘预计在 3328 至 3478 点箱体弱势震荡，中长期权益时代的牛市逻辑未变。策略方面，持续关注经济复苏主线同时投资者应淡化指数涨跌，超配中期内 EPS 端增速能抵消掉估值下行压力、alpha 成长逻辑清晰的资产。行业配置上，建议关注高景气军工产业链以及受益于复苏预期的消费服务业以及地产银行周期等低估值板块。
- **黄金：美债收益率维持高位，美疫情改善下美元走强，金价小幅下跌。**金价下跌，主要是受到美债收益率维持高位、美国疫情形势向好推升美元等影响。受前所未有的货币和财政刺激，美债收益率大幅攀升，美元暂时走强，使得金价承压。美国疫苗产量和接种大幅提升，也支撑美元施压金价。短期内美债收益率将继续震荡上行，仍对金价形成压制，但中长期，金价在货币宽松和财政政策下或将走上持续上涨之路。
- **原油：欧洲疫情加重和原油库存增加一度导致油价大跌，但苏伊士运河事件造成的部分供应临时中断也对油价产生提振。**本周油价宽幅震荡并收跌，主要是受欧洲疫情再次严峻的打压，此外美国原油库存本周增加及美国原油产量有反弹迹象也对油价不利，不过苏伊士运河拥堵导致全球航运放缓，短暂限制了油价的跌势。预计短期内欧美疫情及伊朗等国家原油供给增加仍将对油价形成压制，但中长期，全球经济持续复苏，油价在需求回暖拉动下上行是大势所趋，加上美元在宽松政策和通胀预期下有继续贬值的可能，也将拉动油价长期上涨。
- **黑色产业链：需求继续回暖加上生产受限，螺纹钢价格继续上涨，但对上游的双焦不利，价格冲高回落。**螺纹钢需求仍处于季节性复苏，同时唐山等部分地区限产政策使得供应端持续受到压制，螺纹钢价格继续上涨。后续看，一些地区全年限产导致供应端持续受到压制，叠加旺季期间较强的需求预期，螺纹钢价格将偏强运行。近期下游钢厂需求不振及数轮提降，加上去库存压制，对双焦价格不利，但后续对着下游行业旺季需求逐渐释放，双焦价格或重回上涨周期。
- **人民币汇率：美联储罕见透露鹰派信号，美元持续走强，人民币兑美元汇率回调。**本周美联储主席鲍威尔一改近期鸽派发言，透露鹰派信号：本周四鲍威尔声称随着经济复苏和目标取得实质性进展，将减少债券购买，这一发言普遍被市场解读为一个鹰派信号。市场普遍担心随着通货膨胀的上升美联储可能被迫较早地退出宽松政策。同时美国 3 月 20 日当周当周初请失业金人数录得 68.4 万人，为美国新冠疫情以来该数据首次降至 70 万人以下。受多方面因素影响，本周美国十年期国债收益率于周中一度降至 1.6 以下后反弹，美元指数上涨，周中一度冲击 93 后小幅回落。在美元走强的影响下，人民币兑美元中间价及即期汇率双双回调。

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 工业企业利润.....4
1.2 每周要闻.....5
二、 固定收益市场分析.....7
2.1 资金面分析.....7
2.2 利率债走势分析.....8
2.3 存单与信用债分析.....9
2.4 可转债分析.....11
三、 主要资产价格分析.....12
3.1 权益市场分析.....12
3.2 黄金市场分析.....15
3.3 原油市场分析.....16
3.4 黑色产业链分析.....17
3.5 人民币兑美元汇率分析.....18

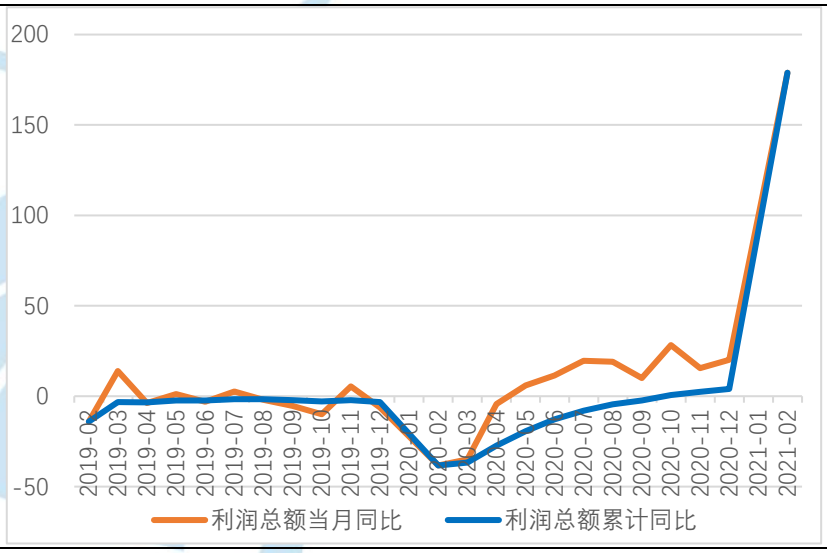
一、 本周重点经济数据分析

1.1 低基数及政策影响下，工业企业利润延续此前快速增长态势

低基数及“就地过年”政策下，工业企业效益状况延续快速复苏态势，前两个月工业企业利润同比大幅增长，预计未来几个月将继续环比上行。国家统计局 3 月 27 日公布的数据显示，1-2 月规模以上工业企业利润总额同比暴增 1.79 倍，比 2019 年 1-2 月增长 72.1%，近两年几何平均增长 31.2%，增速超出市场预期。工业企业利润快速增长由多重因素推动：一是在 2019 年同期工业企业利润同比下降 14%的情况下，去年受疫情冲击利润再次同比大幅下降 38.3%，极大拉低了基数；二是今年春节期间，多地倡导就地过年，企业开工时间明显延长，员工到岗情况良好，有力促进生产加快和效益提升。此外市场需求持续回暖，也带动盈利明显增加。

后续看，未来几个月，工业企业利润或将会继续上行。数据显示 PPI 持续处于回升态势，且短期内暂未见顶，3 月 PPI 预计会上行至 2.8%左右，产成品价格上涨将带动企业盈利能力持续上行，在需求不太疲软的情况下，工业生产的积极性将保持良好状态。不过统计局也指出，国际形势依然复杂严峻，国内疫情防控不放松，各行业效益改善不平衡，工业经济全面恢复的基础需进一步巩固。

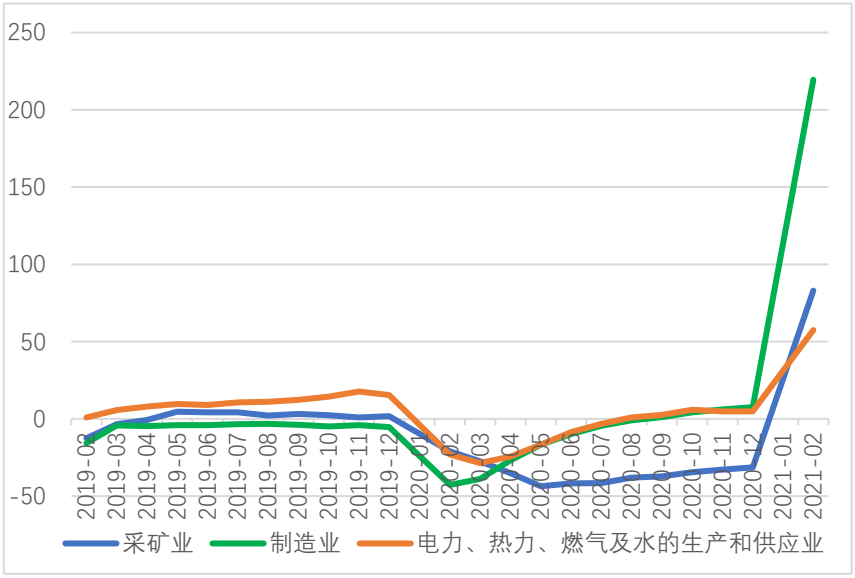
图 1：前两个月工业企业利润同比大幅增长（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

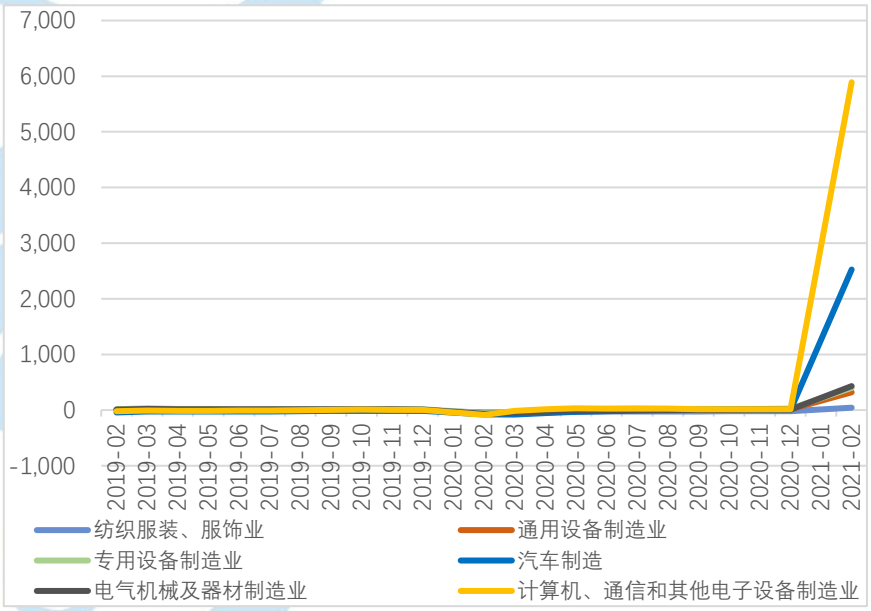
从行业方面看，三大行业中，制造业利润增速反弹最快。1-2 月，制造业企业利润总额同比增长 2.2 倍，远高于其他两类企业，采矿业企业同比增长 83%，电力、热力、燃气及水的生产和供应业企业同比增长 57.5%。另外在 41 个工业大类行业中，有 38 个行业利润同比增加，行业增长面超过九成，其中 24 个行业利润翻倍。具体看，装备制造业和高技术制造业企业利润同比分别增长 7.07 倍和 3.08 倍，两年平均分别增长 55.3%、60.2%；原材料制造业利润增势良好，同比增长 3.46 倍，两年平均增长 46.4%，推动内因素包括产品价格上涨、低价库存原材料等，相关行业企业利润率明显上升；计算机、通信和其他电子设备制造业利润总额同比增长 58.92 倍，涨幅明显，一方面因为 1-2 月正是海外疫情的一个高峰期，远程办公需求上行，另一方面产业的数字化、自动化升级带动计算机等需求回升带动；电气机械和器材制造业同比增长 4.31 倍，专用设备制造业增长 3.99 倍，通用设备制造业增长 3.19 倍，如纺织服装和服饰业前两月增速为 42.9%。不过部分消费品行业的利润增速则明显居后，如纺织服装和服饰业前两月增速为 42.9%。

图 2：制造业企业利润增长最快（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

图 3：装备制造业等多数行业利润改善明显（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.2 每周要闻

1、三部门联合印发《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》

3 月 26 日，中国银保监会办公厅、住房和城乡建设部办公厅、中国人民银行办公厅三部门联合发布《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》。此次通知包括武汉。近期一些企业和个人违规将经营用途贷款投向房地产领域问题突出，影响房地产调控政策效果，挤占支持实体经济特别是小微企业发展的信贷资源。银保监会有关部门负责人表示，《通知》的发布和实施，是坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，促进房地产市场平稳健康发展，提升金融服务实体经济质效的重要举措。

一直以来，监测贷后资金流向都是监管工作的难点。随着近年来监管科技的发展，对资金流向的监测能力大大提升。此次《通知》明确要求银行机构严格落实资金受托支付要求，要和借款人签订资金用途承诺函，一旦发现贷款被挪用于房地产领域的要立刻收回贷款，压降授信额度，并追究相应的法律责任。有关部门负责人表示，当前一些经营用途贷款被违规挪用于房地产领域，一定程度上挤占了实体经济的信贷资源。按《通知》精神将严肃治理此类违规行为，释放更多信贷资源服务实体经济发展，促进金融与实体经济良性循环。《通知》要求联合开展一次经营用途贷款违规流入房地产问题专项排查，于 2021 年 5 月 31 日前完成排查工作，并加大对违规问题督促整改和处罚力度。

《通知》从加强借款人资质核查、加强信贷需求审核、加强贷款期限管理、加强贷款抵押物管理、加强贷中贷后管理、加强银行内部管理等方面，督促银行业金融机构进一步强化审慎合规经营，严防经营用途贷款违规流入房地产领域。在中介机构管理上，《通知》提出，不仅要建立违规行为“黑名单”，还将建立合作机构“白名单”。对存在协助借款人套取经营用途贷款行为的中介机构，一律不得进行合作。房地产中介机构不得为购房人提供或与其他机构合作提供房抵经营贷等金融产品的咨询和服务，不得诱导购房人违规使用经营用途资金。

2、《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）》发布

为提升我国信用评级的质量和竞争力，推动信用评级行业更好服务于债券市场健康发展的大局，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）》，向社会公开征求意见。

此次通知立足提升信用评级质量，从规范性、独立性、质量控制等方面强化信用评级行业要求，强化评级结果的一致性、准确性和稳定性，构建以评级质量为导向的良性竞争环境，压实评级机构作为独立第三方的中介责任，引导其将声誉机制作为生存之本，充分发挥风险揭示功能。重点包括：1、逐步将高评级主体比例降低至合理范围内；2、择机适时调整监管政策，及各类资金可投资债券的级别门槛；3、弱化债券质押式回购对外部评级的依赖；4、强化评级结果的一致性、准确性和稳定性；5、对跟踪评级滞后、大跨度调整级别、更换信用评级机构后上调评级等情形进行重点关注；6、分开披露受评主体个体信用状况和外部支持提升情况的信息。

3、交易商协会：修订银行间市场自律规则体系，落实债券信息披露标准统一

3 月 28 日，交易商协会根据《公司信用类债券信息披露管理办法》及配套制度，组织市场成员修订形成了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则（2021 版）》及《银行间债券市场非金融企业债务融资工具存续期信息披露表格体系（2021 版）》，于近日发布实施。本次修订包括：强化信息披露主体与人员责任；完善细化定期报告中非财务信息的披露内容；规范违约处置及投资者保护机制的披露要求；强化定向发行产品的规则约束，允许定向发行产品约定定期报告披露频次、重大事项类型等内容，提升产品灵活性。

4、海通证券及子公司受累永煤债三业务被叫停

证监会日前发布消息称，对海通证券、海通资管在开展投资顾问、私募资产管理业务过程中未审慎经营、未有效控制和防范风险、合规风控管理缺失等违规行为下发行政监管措施事先告知书，拟对海通证券采取责令暂停为机构投资者提供债券投资顾问业务 12 个月、增加内部合规检查次数并提交合规检查报告的监管措施，对海通资管采取责令暂停为证券期货经营机构私募资管产品提供投资顾问服务 12 个月、责令暂停新增私募资管产品备案 6 个月的监管措施，对多名直接责任人及负有管理责任的人员采取认定为不适当人选二年等监管措施。在业内人士看来，这是永煤债事件持续发酵后的必然结果。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：逆回购完全对冲到期量，资金面延续宽松，关注月末财政投放以及二季度地方债融资情况

1）央行的公开市场操作：央行公开市场操作完全对冲到期量

本周央行公开市场累计进行了 500 亿逆回购操作，本周共有 500 亿元逆回购到期，因此本周完全对冲到期量。下周（3 月 29 日至 4 月 2 日）央行公开市场将有 500 亿元逆回购到期，其中周一至周五各到期 100 亿元。下周无 MLF 到期。本周五央行开展了 50 亿元央行票据互换（CBS）操作，期限为 3 个月。

表 1：本周公开市场操作（亿元）

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	-100	-100	-100	-100	-100
7 天	100	100	100	100	100
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	50
国库现金定存	0	0	0	0	0
净投放	0	0	0	0	0

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

资金面的复盘：本周资金面维持宽松。央行本周逆回购完全对冲到期量。截至 3 月 26 日，央行已连续 20 日进行 100 亿元 7d 逆回购操作。资金面整体继续维持宽松态势。缴税走款的影响相比上周有所减弱，隔夜、14d 利率逐步回落，另外随着跨季的开始，7d 利率本周四、周五上涨明显。银行间回购利率 R001 加权平均降至 1.8057%、R007 加权平均涨至 2.4746%；交易所回购利率 GC001 和 GC007 加权平均升至 2.3190%、2.7230%。

表 2：本周货币市场利率（%）

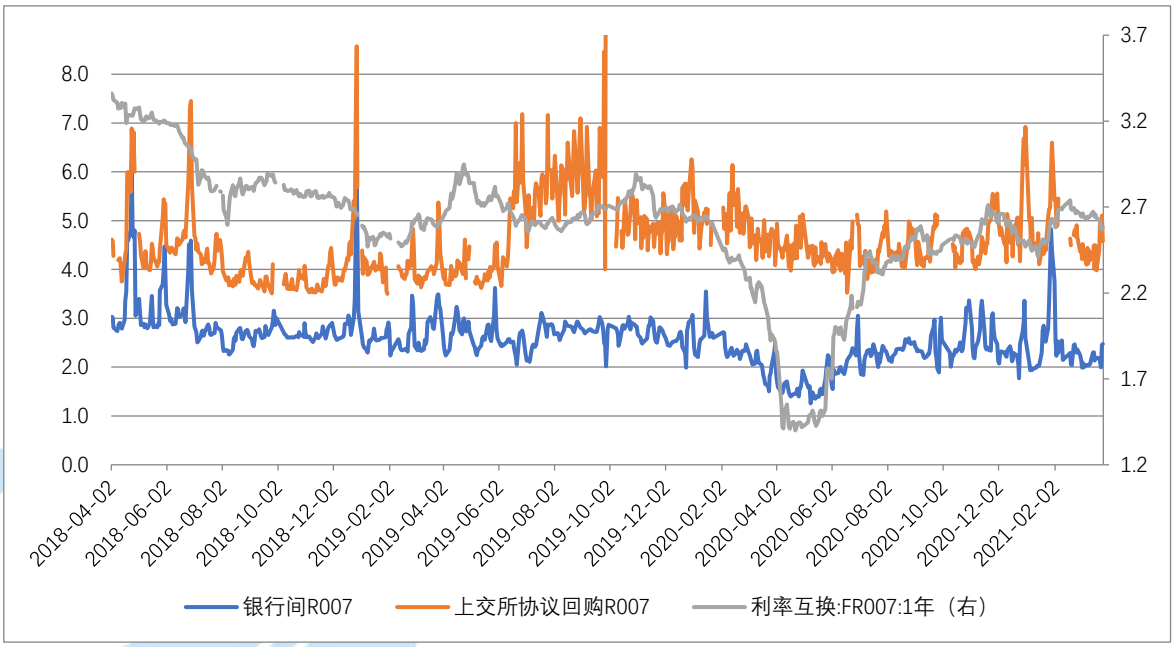
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	2.0869	2.0042	1.8818	2.0572	1.8057
	R007	2.1791	2.1162	1.9964	2.4559	2.4746
	R014	2.6137	2.5870	2.5465	2.5689	2.6136
	R021	2.8874	2.9750	2.8008	2.9282	2.9516
	R1M	2.8818	3.0115	3.1644	2.9498	3.5086
上交所协议回购	206001	3.9650	3.9680	4.2220	4.4550	4.5780
	206007	4.4190	4.9510	4.7710	5.1040	4.5780
	206014	4.7820	4.7300	4.9630	4.6710	5.3780
	206021	4.7190	4.8140	4.9270	5.5790	5.8840
	206030	6.6300	6.9600	6.9240	7.3860	5.6590
利率互换定盘：1Y	FR007	2.6224	2.6177	2.5692	2.5704	2.5811

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：下周公开市场操作到期有限，关注月末财政投放以及二季度地方债融资情况

3 月 24 日央行货币政策委员会一季度例会指出，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。历史上看三月财政支出往往较高，下周为三月份财政集中投放期，可能会进一步补充资金市场流动性。此外随着二季度临近，地方债务融资增速可能相对提升，对于资金市场造成冲击。

图 4：本周资金面维持宽松（%）



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：经济自然回落，通胀短期温和，货币政策易紧难松，债市仍需谨慎

1）利率债走势复盘：美债收益率下行，债市做多情绪占优，长债收益率明显下行

本周，美债收益率下行，债市多头情绪被点燃，长债收益率明显下行。周一，央行延续近期操作习惯，投放 100 亿，完全对冲当期到期量，资金面持续宽松，易纲行长前一日提到的“货币政策始终保持在正常区间，利率水平适中”，周末央行货币政策委员会委员"换班"：马骏、刘伟卸任，蔡昉、王一鸣加入。上周巴西、土耳其、俄罗斯宣布加息，市场对于暂时偏鸽的美联储持观望态度，当日长债收益率小幅下行；周二，央行延续对冲到期量，在宽松资金面的呵护下，收益率午盘小幅向下；午后，美债收益率大幅下行突破 1.65%，原油价格也大跌，国内资金面也进一步减点式宽松，市场多头热情发酵，收益率大幅下行；周三，央行继续对冲到期逆回购，资金面小幅收敛，但整体仍旧宽松，在土耳其金融市场动荡和欧洲延长封锁措施的情况下，避险情绪升温，隔夜美股和原油双双大幅下挫，10 年期美债收益率下破 1.6%，长债收益率小幅下行；周四，央行公开市场操作延续完全对冲到期，资金面依旧宽松，消息面整体平静，长债收益率小幅下行；周五，前一晚央行货币政策委员会例会，删掉了“不急转弯”的表述，早盘长债对此反应平淡，今日权益市场大涨，股债跷跷板的现象再现，带动长债收益率有所上行。全周，10 年国债活跃券 200016 收益率累计下行 3.5BP 至 3.1975%；10 年国开债活跃券 200215 收益率累计下行 4.25BP 至 3.63%。

图 5：本周 10 年期国债收益率下行（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）利率债展望：近期资金面宽松并非央行主动为之，4 月是关注货币政策的重要窗口期

基本面的角度来看，当前无论是经济下行还是通胀上行都更加缓和。当前居民消费增长还比较疲弱，主要因为疫情对中低收入家庭冲击显著，同时近期多个城市地产销售及价格的抬升也进一步挤压居民消费。两会确定的财政政策边际收缩使得基建投资面临较大的不确定性。尽管今年一二月份的出口数据亮眼，但真实增长情况比去年第四季度还要略差一点，预计今年出口难以维持去年四季度的高增长格局，经济增速最快的时候已经过去，但不意味着经济衰退，仅是经济自然回落至常态区间；虽然春节后全球定价的商品暴涨推升国内通胀预期，但 3 月以来油铜价格已边际回落，叠加 3 月份俄罗斯已被允许石油增产，因此当前无论是经济下行还是通胀上行都更加缓和。

货币政策层面，从本周的货币政策委员会来看，于后续政策方向的启示不多，去掉“不急转弯”，虽不能代表政策转向，但例会措辞整体基调偏谨慎。结合当前的宏观金融环境，近几个月的经济数据相对积极，融资需求较为旺盛，若货币供应增速偏高持续，在当前货币政策目标是保持经济增速在潜在产出水平的情况下，可能引发政策的调整，在 1-2 月信贷社融已经超预期的节奏下，后续流动性阶段性收敛的风险有所加大。

4 月份资金缺口较大，建议投资者保持谨慎，关注央行对冲力度以及政治局会议对货币政策说法是否会有调整。近期国内长债收益率持续下行，其主要原因在于一季度利率债供给偏低，机构仓位普遍较低，加之 2 月以来资金面持续宽松，但这并非央行操作的结果，多是财政收支起伏的扰动，故 4 月份对冲是否积极将决定资金面紧张程度，后续 4 月份大月缴税和地方债发行放量叠加，资金缺口或显著放大，流动性面临波动风险，，建议投资者保持谨慎，，也需关注 4 月政治局会议对于货币政策相关说法是否有新的调整，警惕进入二季度多个利空共振导致行情转向的风险。

2.3 存单与信用债分析：存单发行收益率持续下行，信用债各期限收益率全面下行

1）一级市场发行：存单净融资额由负转正，信用债发行量环比下降

同业存单方面，本周同业存单发行量约 4,102.80 亿元，较上周环比下降 16.33%，到期量约 4,012.30 亿元，环比下降 33.32%，净融资额由负转正，为 90.5 亿元。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 13.71bp 报 2.4638%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 3.25bp 报 2.6799%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 7.76bp 报 2.8603%，9M 存单平均发行利率较上周上行 0.34bp 报 3.0436%。

信用债方面，一级市场信用债发行量和净融资额环比下降。本周非金融企业短融、中票、企业债和公司债合计发行约 3,271.65 亿元，较上周环比下降 13.15%，到期量约 2,987.45 亿元，环比下降 3.48%，净融资额为 284.2 亿元，环比下降 57.71%。

2） 二级市场走势及信用利差：各等级及各期限信用债收益率全面下行

信用债二级市场方面，各等级及各期限信用债收益率全面下行，以 AA 级 1 年期收益率（-6.91bp）下行幅度最大，AA+级 1 年期、各评级 3 年期收益率下行幅度在 5bp 左右，AAA 级 1 年期、AA+级 5 年期、AA 级 5 年期下行 1bp 之内。

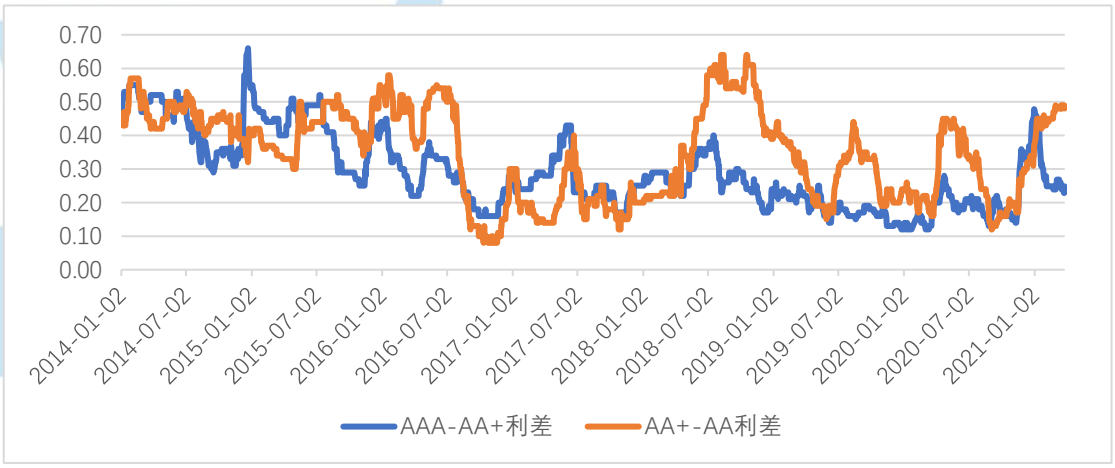
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	3.053	19.60%	-0.91
信用债(AAA):3 年	3.580	27.40%	-5.74
信用债(AAA):5 年	3.789	22.10%	-2.89
信用债(AA+):1 年	3.211	15.90%	-4.91
信用债(AA+):3 年	3.829	28.10%	-4.74
信用债(AA+):5 年	4.159	26.80%	-0.89
信用债(AA):1 年	3.591	26.60%	-6.91
信用债(AA):3 年	4.309	34.70%	-4.74
信用债(AA):5 年	4.649	29.30%	-0.89

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

评级利差方面，本周 AAA 与 AA+之间利差较上周走阔 1bp 至 25bp，AA+和 AA 之间的利差与上周基本持平，仍为 48bp。

图 6：各评级信用利差变动（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

行业利差方面，城投债信用利差延续收窄，较上周变动-1.62bp，处于 2013 年以来的 34%历史分位数水平；产业债行业信用利差走势分化，汽车（+19.44bp）、铁路运输（+11.26bp）、煤炭开采（+9.62bp）、采掘（+9.26bp）行业利差走阔明显，食品饮料（-28.69bp）、专用设备（-7.19bp）、医药生物（-6.23bp）、港口（-6.05bp）、纺织服装（-5.88bp）等 18 个行业信用利差收窄，汽车（100%）、计算机（100%）、轻工制造（97%）、农林牧渔（91%）、钢铁（91%）行业利差处于较高历史分位数水平。

区域利差方面，16 个省份城投债信用利差较上周走阔，贵州（+14.16bp）、云南（+7.58bp）、广西（+7.11bp）、河北（+4.89bp）、黑龙江（+4.26bp）、辽宁（+3.42bp）、湖南（+3.08bp）、天津（+3.04bp）走阔幅度大于 3bp，13 个省份信用利差收窄，其中山西（-13.73bp）、安徽（-6.60bp）、新疆（-5.51bp）、四川（-5.45bp）信用利差收窄幅度较大。

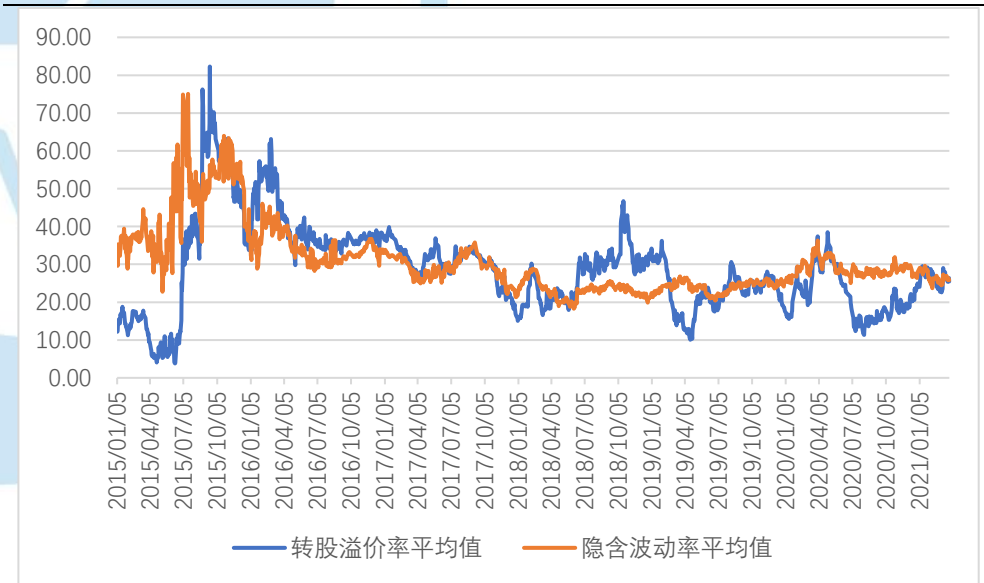
2.4 可转债分析：权益市场震荡小幅上行，转债市场与权益市场趋势一致但全周录得下跌行情，一级供给加速，关注顺周期、疫情退出的交易复苏逻辑、制造业修复、银行等

1）可转债的走势复盘：权益市场震荡小幅上行，转债市场与权益市场趋势一致但全周录得下跌行情，一级供给加速

本周权益市场震荡小幅上行，全周看上证指数本周收于 3418.33 上涨 0.40%，深证成指本周上涨 1.20%，创业板指本周上涨 2.77%，中小板指本周上涨 0.58%。可转债市场整体趋势与权益市场一致，但全周录得下跌行情，本周上证转债下跌 0.44%至 327.55，深证转债下跌 0.79%至 257.33，中证转债下跌 0.57%至 366.29，其中，迪龙转债、奥佳转债、天壕转债、溢利转债、英特转债等领涨，森特转债、金能转债、英科转债、长海转债、齐翔转 2 等领跌，超六成转债录得下跌行情，高平价和超高平价券表现不及中低平价券。一级方面，日丰转债、金田转债、盛宏转债、正丹转债、洋丰转债、杭叉转债、杭银转债、温氏转债八只转债发行，利民转债上市，转债一级供给显著加速。

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和隐含波动率均处于震荡下行区间，转债市场整体估值较上周回落。

图 7：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：权益市场提前布局通胀预期的拐点，转债策略维持均衡化的思维，关注顺周期、疫情退出的交易复苏逻辑、制造业修复、银行等

权益市场在上周急跌反弹后，本周小幅收涨，成交额继续回落，预计仍处于磨底阶段。权益市场正处于存量资金博弈的平静期，有底有压，通胀预期和美债收益率的拐点是凝聚配置共识的关键，建议紧扣这两者趋势，提前布局通胀预期的拐点。

本周转债市场仍旧表现较弱，高价券波动较大，市场尚未出现明确的主线。策略上维持均衡化的思维，顺周期的交易机会仍在持续缩减，具有供给侧改革逻辑的方向才具有持续性。顺周期方向随着通胀顶部的逐步临近，需要适时为顺周期交易逻辑的尾声做好准备，供给逻辑是顺周期方向交易持续性的基础，需求逻辑贡献潜在弹性，因此标的聚焦在有色、化工、农产品、黑色系等几大方向的部分品种。重点在顺周期逻辑之外寻找机会，制造业与交易复苏逻辑是当前可以重点布局的方向。复苏逻辑这一主线正步入佳境。随着疫情顶部的临近，疫情退出的交易逻辑正在展开，建议重点关注交通运输、餐饮文娱、旅游酒店等板块。顺周期之外重点关注制造业修复的可能，从技术进步延伸到国产替代属于中期趋势的方向，汽车零部件、新能源等方向标的可适时加码。业绩稳健且估值合理的银行板块也可重点关注。

后续投资者可考虑以下配置方向：（1）供给侧改革逻辑的顺周期方向；（2）随着疫情顶部的临近，疫情退出的交易逻辑值得关注；（3）顺周期之外重点关注制造业修复的可能；（4）业绩稳健且估值合理的银行板块。近期有温氏转债、杭银转债等规模较大的新券上市，高估值券预计还将压降估值，建议谨慎持有高估值券。

三、 主要资产价格分析

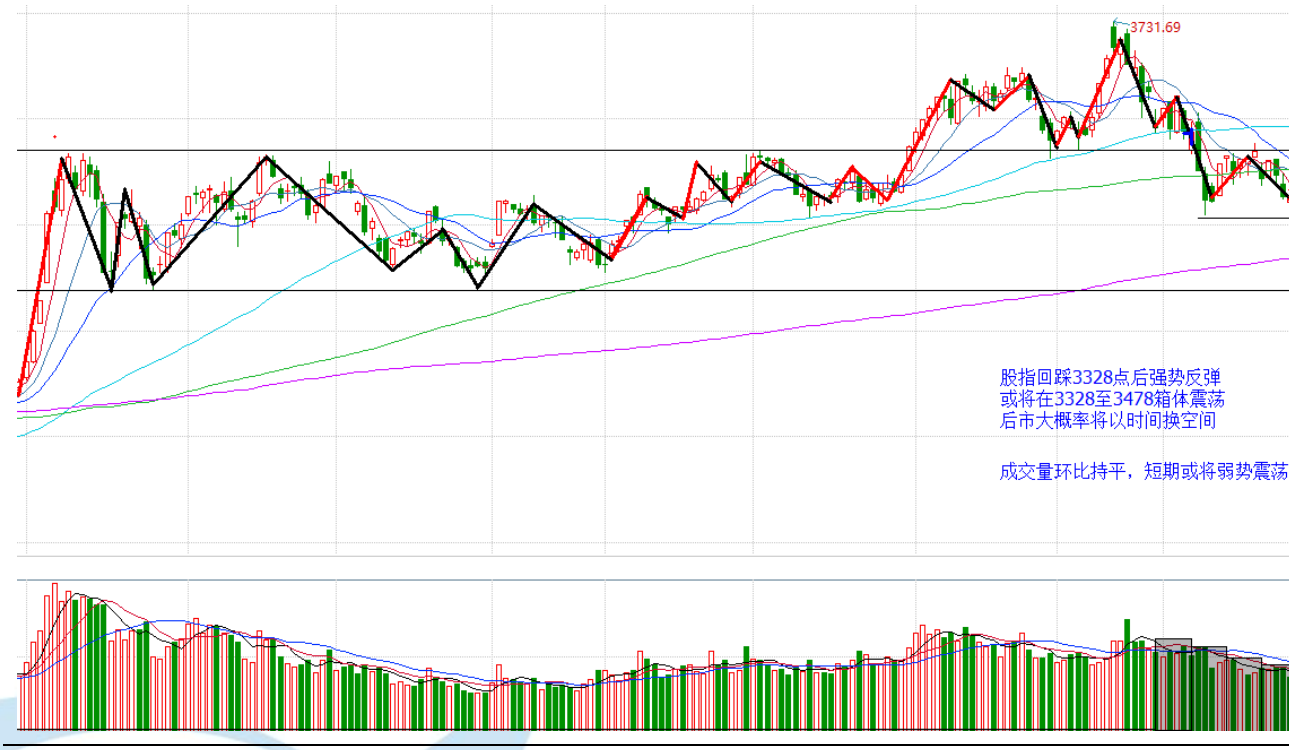
3.1 权益市场分析：二次探底后强势反弹，市场或构筑中期底部 关注军工、消费服务、银行等高景气板块以及错杀“茅”。

1）权益市场走势复盘——二次探底后强势反弹，周线结束五连阴

本周市场完成二次探底后周五暴力反弹，三大股指周线结束五连阴。上证综指最终报收 3418.33 点，上涨 0.4%。同期深证成指和创业板分别上涨 1.20%和 2.77%。量能方面，两市成交 3.73 万亿，环比持平。市场情绪有所修复，长久期核心资产企稳。

市场结构方面，以白酒和医药为主的大消费板块表现强势，前期抗跌的顺周期板块本周进行补跌，恐慌情绪或已出清。受新疆棉事件刺激，处在相对低位的服装纺织受情绪影响走强。本周创业板强于主板，创蓝筹板块再度得到市场关注。沪深 300 上涨 0.62%，中证 1000 上涨 0.81%，风格表现均衡。随着一季报披露期的接近，业绩出现拐点的资产表现较为强势。本周北向资金合计买入 141.64 亿元，外资再次大幅加仓。行业方面，30 个中信一级行业中 17 个实现上涨，计算机、综合金融、纺织服装分别上涨 4.43%、4.06%和 3.69%。13 个行业下跌，钢铁、石油石化、有色金属别下跌 5.93%、5.44%和 4.61%。从 A 股市场总体表现看，抱团股已企稳，大消费板块与核心资产的企稳以及前期强势顺周期板块完成补跌后将预示后市短期内小概率再出现急跌现象。

图 8：股指区间震荡 周线结束五连阴



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涨跌不一，道指本周上涨 1.36%，报 33072.8800 点，纳指本周下跌 0.58%，报 13138.7300 点，标普 500 指数本周上涨 1.57%，报 3974.5400 点。

本周美国三大股指均先跌后涨，于本周前三天出现不同程度的下跌，并于本周四开始反弹，截至周五收盘道指及标普 500 均收复跌幅并录得小幅上涨，纳指尚未回复至上周水平。本周三美国财政部长耶伦称美国目前的企业税（21%）是所有发达国家中最低的，并透露将来增税的一种可能是将企业税提回至 28%水平，受此影响本周三美股三大股指均有较为明显的下跌。此外本周美国 SEC 正式通告，已通过临时修正，以执行《外国公司责任法案》，此举可能意味着在美上市的中概股将面临更大的退市压力。

图 9：美股三大股指走势



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）权益市场展望——二次探底后强势反弹，市场或构筑中期底部 关注军工、消费服务、银行等高景气板块以及错杀“茅”

本周 A 股市场受海外两大负面因素影响，推动股指二次探底。一是海外新冠疫情状况好转晚于预期，市场情绪推动外围市场“股债油”三杀，全球主要国家的好转逊于预期：全国的新增病例数量已经连续五周上升，德国宣布将封锁时间延长至 4 月 18 日，日本也推迟至 4 月 21 日。需求侧的冲击传导全球顺周期板块的大幅杀跌；二是土耳其暴跌多国货币异动，由于无法忍受美元引起的本国货币贬值和通胀，新型经济体接二连三加息，同时全球市场也在担忧中国是否会跟同新兴国家加息。

利润数据呈现加速修复趋势，企业盈利修复符合预期。据国家统计局统计，2021 年 1-2 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 11140.1 亿元，同比增长 1.79 倍；规模以上工业企业实现营业收入 16.87 万亿元，同比增长 45.5%。微观高利润率与宏观高产能利用率共同指向工业企业盈利能力仍在改善，未来制造业投资仍有支撑。

沪深 106 份一季度业绩预告中九成公司遇喜，企业业绩复苏性增长为市场提供有效支撑。截至 3 月 23 日收盘，沪深两市共有 106 家上市公司发布 2021 年一季度业绩预告。从预告情况来看，预喜公司的数量达到 102 家，占比 96.23%，其中业绩预增公司有 61 家。市场进入一季报的时间窗口，业绩博弈提振将提升市场风险偏好，考虑到当前市场处于阶段性低点，市场突破近期低点的可能性不大。

国务院出台今年结构性减税力度最大政策，政策性增厚制造业利润。国务院总理李克强 3 月 24 日主持召开国务院常务会议，部署实施提高制造业企业研发费用加计扣除比例等政策。涉及 30 多万户企业，预计今年可为制造企业新增减税 800 亿元。

本周资金情绪趋于平稳，北上资金再次增持。本周北向资金合计买入 141.64 亿，外资继续加仓 A 股资产。截止周四的两融数据，本周融资净买入 3.66 亿元，内资交易情绪清淡。本周 Wind 茅指数探底回升收涨 1.97%，量能环比下降，相比前几次的反弹，本次上涨更像止跌。

展望后市，短期不易过度悲观亦过度乐观，短期大盘预计在 3328 至 3478 点箱体弱势震荡。抱团股止跌较为明显，从空间来看市场下行空间并不大，但预计还需时间来消化估值与情绪。投资者当前依旧存在观望情绪，海外疫情的反复扰动使北上资金重新增持 A 股核心资产，有利于抱团股的情绪修复。结

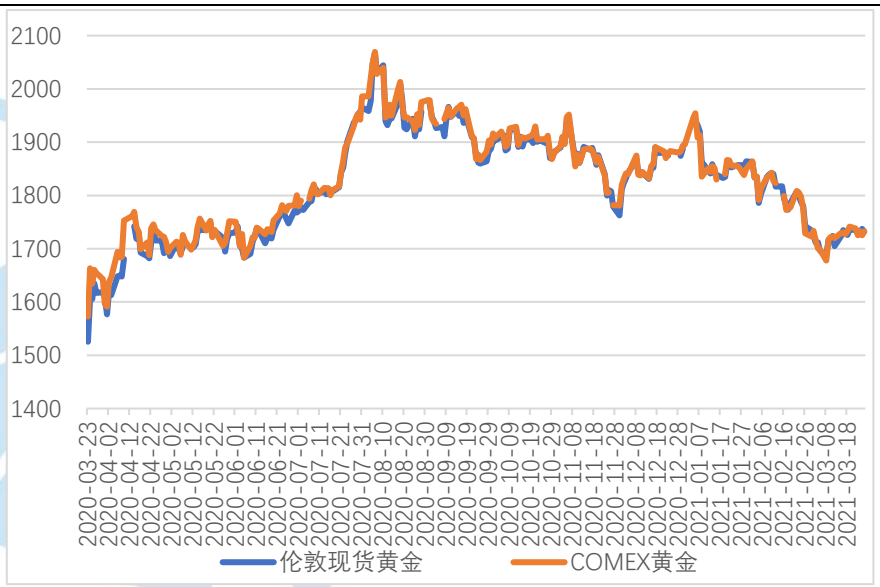
合当前基本面和货币环境，当下 A 股市场近似 2001 年至 2008 年的美股市场，向下空间并不大，市场继续结构分化。中长期市场大环境未出现明显变化，权益时代的逻辑依旧存在，待市场消化阶段性估值泡沫后，有利于 A 股再次向上突破。

策略方面，持续关注经济复苏主线自下而上深挖一季报超预期或业绩拐点的优质成长股、业绩反转且估值偏低的绩优公司以及仅杀估值的高景气核心资产。投资者应淡化指数涨跌，超配中期内 EPS 端增速能抵消掉估值下行压力、alpha 成长逻辑清晰的资产。行业配置上，建议关注高景气军工产业链以及受益于复苏预期的消费服务业以及地产银行周期等低估值板块。

3.2 黄金市场分析：美债收益率维持高位，美疫情改善下美元走强，金价小幅下跌

周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日下跌 5.5 美元，或-0.32%，收报于 1731.8 美元/盎司，全周累计跌幅 0.2%；美国 COMEX 黄金期货结算价上涨 7.2 美元，或 0.42%，收报于 1732.3 美元/盎司，全周累计跌幅 0.54%。

图 10：本周金价小幅下跌（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

金价下跌，主要是受到美债收益率维持高位、美国疫情形势向好推升美元等影响。在前所未有的货币和财政刺激措施之后，市场担心通胀风险上升以及政府债务激增，从而导致美债收益率大幅攀升，当前美 10 年期国债收益率维持在 1.7%附近高位震荡，市场更是预计到年底该收益率将上升至 2%的水平，美元将暂时走强和波动，这打压了非孳息的黄金的吸引力，对金价承压。疫情方面，美国疫苗产量和接种大幅提升，疫情局势向好支撑美元施压金价，据报道 3 月美国疫苗月产量达到约 1.32 亿剂，是 2 月 4800 万剂的近三倍，同时目前美国平均每天约有 250 万人接种疫苗，远高于 1 月初的约 50 万人。不过欧洲地区新增病例增加，主因是英国发现的变异病毒在欧洲东部地区广泛传播，导致法国、德国等病例大幅增加，印度等南亚国家病例数也有所在增加。此外，一些新兴市场国家央行升息、拜登的基建计划预期以及美联储官员对经济的乐观言论都给金价带来一定压力。

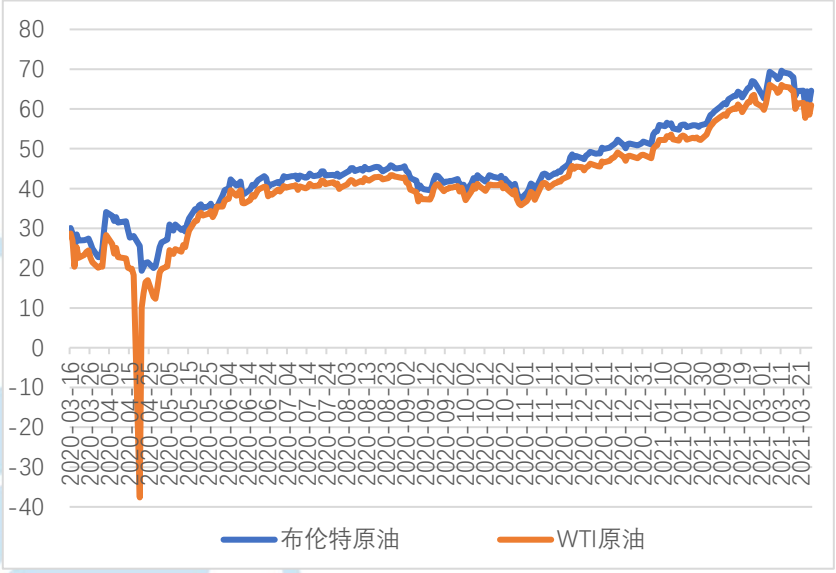
短期内美债收益率将继续震荡上行，仍对金价形成压制，但中长期，金价在货币宽松和财政政策下或将走上持续上涨之路。近期大多数研究机构认为，今年美国 10 年期国债收益率将上涨至 2%，明年涨至

3%，后年或将到 4%，但随着收益率不断上涨，金价对收益率的边际敏感度将不断降低。同时，拜登新政府在推出 1.9 万亿美元财政刺激案后，预计将开始着手基建计划，要求规模可能在两万亿美元以上，因此拜登政策仍沿袭民主党大水漫灌的政策，未来货币政策与财政部的财政政策将比预料的更加宽松，这将为黄金长期的上涨之路打下坚实，中短期不断推升金价上涨。

3.3 原油市场分析：欧洲疫情加重和原油库存增加一度导致油价大跌，但苏伊士运河事件造成的部分供应临时中断也对油价产生提振

周五，布伦特原油期货合约结算价较前一交易日大涨 2.62 美元，或 4.23%，收报于每桶 64.57 美元，但由于前面几个交易日下跌，全周仅录得累计上涨 0.06%；美国 WTI 原油期货合约结算价大涨 2.41 美元，或 4.12%，收报于每桶 60.97 美元，不过全周累计下跌 0.73%。

图 11：布伦特油价微涨，但美国 WTI 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

本周油价宽幅震荡并收跌，主要受到欧洲疫情再次变得严峻的打压，此外美国原油库存本周增加，加之美国产量有增加的迹象也对油价不利，不过苏伊士运河拥堵导致全球航运放缓，短暂限制了油价的跌势。新变种病毒再次席卷欧洲部分地区，导致病例数大幅增加，欧洲多国再次加强疫情管控，加之疫苗接种进程缓慢以及对疫苗有效性的担忧上升，市场对石油需求复苏乐观预期受挫。美国炼油厂在 2 月遭遇极寒天气后产能仍未完全恢复，导致美国商业原油库存连续数周增加。根据本周公布的库存数据，截至 3 月 19 日当周，EIA 原油库存实际增加 191.2 万桶，预期增加 270 万桶，前值增加 1379.8 万桶；API 原油库存增加 292.7 万桶，预期减少 90.8 万桶。

但巨型货轮截断苏伊士运河，全球主要贸易通道被切断，对油价形成一定支撑。一艘来自亚洲的巨型货轮意外搁浅造成埃及苏伊士运河阻塞一事引发全球持续关注，该船因遇到 42 节侧风吹袭导致搁浅，拖船试图将其拖回到原航道，但没有成功。该货轮搁浅导致前后的货船都无法通行，航程受到延误，截至周末，堵塞在运河的船只数量已超过 200 艘。由于苏伊士运河是连接欧洲与亚洲的重要水路通道，货运量约占全球贸易量的 12%，这条全球重要航道的堵塞可能会造成大量商品短缺。

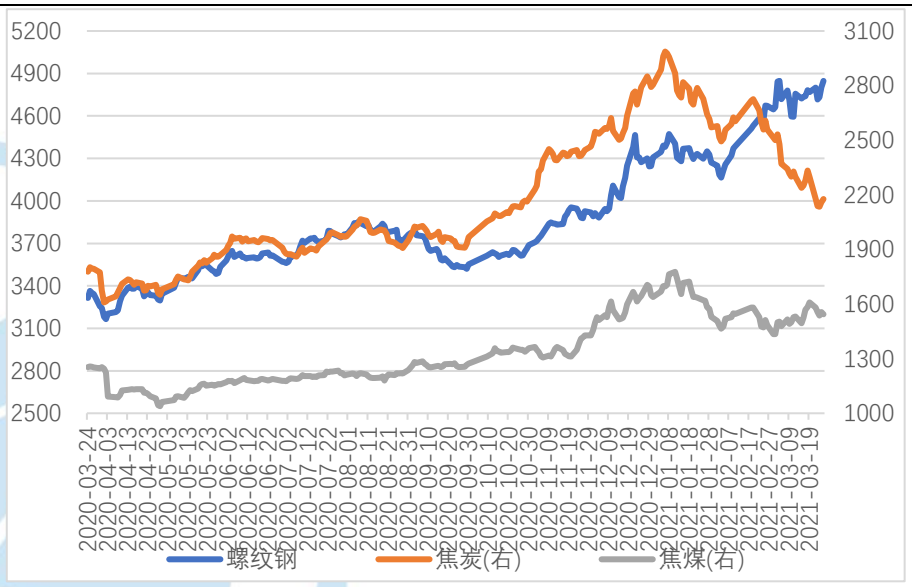
欧美疫情反弹及伊朗等国家原油供给增加将在短期内将对油价形成一定冲击，但中长期油价将处于上升周期。新病毒株仍在法国、德国等欧洲国家蔓延，法国已对一些地区的封锁延长一个月，德国的延

长措施则得到一些国民的抵制和抗议，加上一些人仍对疫苗接种产生疑虑，接种速度明显慢于美国，市场对欧洲疫情的发展不是很乐观，短期将对油价产生不利影响。另外，下周举行的 OPEC+会议预计将延长减产协议一个月，但伊朗、利比亚、委内瑞拉等国家的原油生产和出口却不受限制，这些国家的产量正在增加，而且高油价下美国页岩油产量也正在逐渐恢复，整体都对油价产生不利影响。不过中长期，全球经济持续复苏，油价在需求端拉动下上行仍将是大势所趋，加上美元在宽松政策和通胀下有实际贬值的可能，将拉动油价长期上涨。

3.4 黑色产业链分析：需求继续回暖加上生产受限，螺纹钢价格继续上涨，但对上游的双焦不利，价格冲高回落

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%。

图 12：螺纹钢价格上涨，但双焦价格大跌（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

螺纹钢需求仍处于季节性复苏，同时唐山等部分地区限产政策使得供应端持续受到压制，螺纹钢价格继续上涨。在碳中和背景下，为实现长期降低碳排放并达标，唐山等地区迎来史上较为严格的限产政策，使得长流程产量受到一定压制，本周产量环比小幅回升主要由短流程所贡献。随着旺季来临，螺纹钢需求正坐在加速释放，此前较强的需求预期有所兑现，拉动螺纹钢价格上涨。从实际运行数据上看，本周螺纹钢产量 351.58 万吨，较上周增加 5.09 万吨；总库存（厂库+社库）1726.29 万吨，下降 69.61 万吨；表观消费量 421.19 万吨，增加 38.84 万吨。后续看，唐山等地区全年限产，供应端持续受到压制，加上旺季期间较强的需求预期，螺纹钢价格将偏强运行。

双焦方面，河北钢厂开始第 8 次提降，而且唐山限产政策较严格，下游钢厂对处于观望状态，对上游焦炭的需求明显下降，加上前期焦炭累库较多，焦化厂有被动减产预期，这是焦炭大跌的主要原因。但利好方面也有，随着下游行业旺季需求来临，焦炭需求或将受到一定带动，因此短期内焦炭价格将维持震荡的状态。焦煤期价冲高回落，一方面国内产地管控趋严，产量受到很大影响，当然产量下降也与

进口政策一直未放松有关，另一方面在钢厂需求不足下也受到下游焦化厂主要去库存的不利影响，考虑到焦煤需求整体较好，供应又有限，焦煤期价或重回上涨周期。

3.5 人民币兑美元汇率分析：美联储罕见发表鹰派言论，美元持续走强，人民币兑美元汇率回调

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.5376，较上周下调 0.4252%。即期汇率报 6.5407，较上周下调 0.5535%。美元指数报 92.7252，本周涨 0.78。

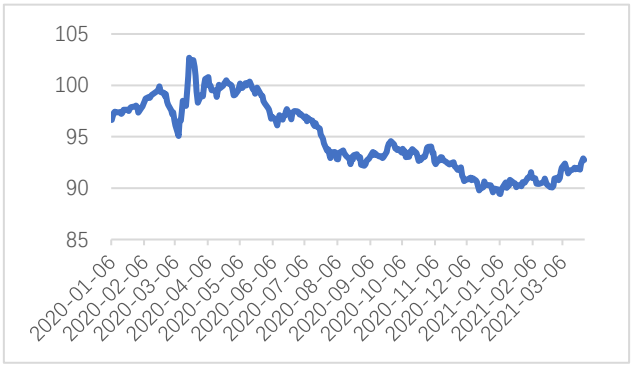
本周美联储主席鲍威尔一改近期鸽派发言，透露鹰派信号：本周四鲍威尔声称随着经济复苏和目标取得实质性进展，将减少债券购买，这一发言普遍被市场解读为一个鹰派信号。市场普遍担心随着通货膨胀的上升美联储可能被迫较早地退出宽松政策。同时美国 3 月 20 日当周当周初请失业金人数录得 68.4 万人，为美国新冠疫情以来该数据首次降至 70 万人以下。受多方面因素影响，本周美国十年期国债收益率于周中一度降至 1.6 以下后反弹，美元指数上涨，周中一度冲击 93 后小幅回落。在美元走强的影响下，人民币兑美元中间价及即期汇率双双回调。

图 13：人民币兑美元汇率中间价下跌



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

图 14：美元指数上涨



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

风险提示：货币政策超预期收紧，信用风险集中爆发

近期大类资产配置建议

大类资产	分项	配置	策略
权益	红利价值（高股息）	超配	国内宏观经济持续复苏，价值型公司的盈利逐步恢复；春季行情或正徐徐展开，作为高股息优质资产，将成为机构资金的重点配置对象。看好价值型股票的中期投资价值，维持超配。重点关注能源、家电、汽车、建筑建材等行业中优质龙头。港股股息率在全球领先，并显著高于 A 股股息率，重点关注高股息率的金融地产和公用事业等板块。
	中小成长（高成长）	标配	国内经济持续恢复，竞争优势明显的成长类企业延续高增长轨道。年报业绩增长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估值水平回归压力，中长期存在估值透支风险；注册制下 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，建议自下而上挖掘估值合理、业绩持续超预期的持续高成长类公司。
	金融	超配	宏观政策持续强调“房住不炒”，房地产市场调控机制不断更迭升级，房地产市场有望保持平稳运行。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，中期受益于宏观经济的持续复苏，资产质量担忧有望缓解。金融企业业绩仍有保障，高股息率下长期投资价值明显；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。维持超配评级，重点关注客户和资产质量优秀的金融龙头。
	科技	超配	十九届五中全会为我国指明了战略创新的长远发展方向。科技产业发展作为树立我国经济全球竞争力的最重要依靠，将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，有望保持长期高成长。在经历了去年下半年的持续回调后，估值水平有所明显回落，长期投资价值再次显现。维持超配，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	“经济双循环”下，内需消费和服务成为国内经济增长的主要驱动力。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，部分消费股受到市场过度追捧，交易过度拥挤，估值水平透支了中长期成长空间，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，一季度长债收益率预计仍有上行空

			间，目前收益率曲线呈现陡峭化，反映了市场对于未来货币政策继续收紧的担忧。
	短端信用债	超配	城投短期仍安全，在资质下沉的过程中，建议选取，江苏、浙江、山东、四川等省份的经济实力较强或债务负担较低的县级城投，其余地区在下沉资质的过程中建议选择严格控制久期在1年以内。产业债，建议优选经济回暖情况下景气度回升的周期性行业。对于地产，关注融资收紧对地产债发行主体的资质影响，建议选择排名靠前，土储结构优质的地产企业。
	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	随着“十四五”规划纲要落地政策的变量在自上而下的视角中提升了重要性，把握政策主线是当前在盈利修复逻辑之外新增的重要关注方向。对于行业估值、平价溢价率估值处于历史高位的相关标的，若基本面没有较强支撑，建议适当规避，提防赎回风险。建议关注以下方向：（1）继续持有顺周期+强势题材品种；2）消费板块龙头；（3）价格回落但正股优质的科技、银行品种。
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。