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:（2021.03.15-2021.03.19）中美高层会谈激烈交锋，避险情绪上升，长债收益率小幅下行

金融市场分析周报 2021 年 3 月 22 日

摘要

- **经济数据：低基数和经济持续复苏下，主要经济指标同比均大幅增长，制造业投资小幅回落。**经济稳定恢复、外部需求改善、就地过年及低基数共同推动下，前两个月工业生产、消费、投资、出口同比均实现大幅增长，即使剔除低基数因素，数据也显示经济复苏动力仍在。不过各指标之间恢复仍不平衡，强劲出口带动工业生产快速复苏，但投资、消费尚未恢复到疫情前水平，预计短期宏观政策不会出现大转向，托底政策将继续支持经济恢复平衡，货币政策将与经济复苏保持基本匹配，国内消费回暖可期，制造业投资动力十足，预计经济将在年中至下半年基本恢复到正常水平。

- **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，关注跨季对于资金市场的影响。**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。本周一央行进行了 1000 亿元一年期 MLF 操作，旨在续作本周二 1000 亿元的 MLF 到期。资金面整体继续维持宽松态势。由于缴税走款的影响，部分期限利率上涨，另外随着跨季的开始，14d 利率本周四、周五上涨明显。后半个月关注跨季以及财政支出投放对于货币市场的影响。

- **利率债：若 4 月缴税带动资金面收紧，叠加地方债供给加速，预计长债收益率上行，将带来较好的配置时机。**对国内债市而言，美债收益率继续上行可能性较大，海外市场对国内债市影响仍然偏空。基本面来看，1-2 月经济数据表现有所分化，并未对债市提供清晰的信号。近期央行中长期流动性投放较为谨慎，由于 3 月资金宽松央行无法通过公开市场操作来传递政策信号，4 月流动性需求因素较多，叠加地方债供给或逐步加速，若央行操作未及时对冲流动性，或向市场释放偏紧信号，带动资金价格边际上行，进而引起债市调整。预计 4 月资金缺口较 3 月显著放大，或迎来货币政策释放政策信号的时间窗口，若货币政策偏紧，资金面临收紧风险，收益率或进一步上行，带来更好的配置窗口和交易时点。

- **可转债：权益市场震荡下行，转债市场与权益市场趋势一致，各市场涨跌不一但再次显示出抗跌性，关注顺周期、疫情退出的交易逻辑、TMT、高端制造、公用事业、大金融板块、债底保护较强的中低平价券等。**本周权益市场震荡下行，周五中美高层战略对话启动后权益市场遭遇下挫，可转债市场与权益市场趋势一致，各市场涨跌不一但再次显示出抗跌性。逻辑上，权益市场基本面还未出现拐点、情绪指标也并没有见顶，股指走熊的可能还不大，中期大概率仍有温和向上机会，近期转债性价比已明显改善、前期个券估值分化的现象也有一定缓解，建议关注顺周期、疫情退出的交易逻辑、TMT、高端制造、公用事业、大金融板块、债底保护较强的中低平价券等。

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：权益市场：短期继续二次探底，负反馈接近尾声 关注军工、消费服务及银行等低估值板块。**本周市场表现为区间震荡，市场将进入二次探底阶段，大概率以时间换空间等待市场情绪与估值泡沫的出清。当前主线尚不清晰，次新股表现较为活跃，以高景气 CXO 和军工板块为代表的核心资产率先企稳。市场逐渐适应美债收益率扰动，未来将进入盈利主导阶段；短期受中美战略会议对话利空扰动，但符合市场预期。随着一季报披露期的接近，企业业绩复苏性增长以及持续宽松的流动性环境为市场提供有效支撑。展望后市，上证指数将回踩并确认前期 3328.31 点的支撑，恐慌情绪短期有所削弱，基金负反馈效应对市场依旧存在压力但接近尾声。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估值的高景气核心资产。行业配置上，建议关注高景气军工产业链、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：美联储维持宽松政策推动金价上涨，但美债收益率上升也抑制了金价涨幅。**金价尽管涨幅不大但仍实现连续两周上涨，一方面美联储本周再次重申在近三年内都将维持当前较低利率，保持较为宽松的货币政策，并对美债收益率的上涨表示出容忍态度，刺激了金价上涨，但另一方面经济复苏不断推动美债收益率飙涨，也限制了金价涨幅。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，金价在货币宽松和大规模财政政策刺激下，通胀预期上升或将推动金价进入上涨通道。

- **原油：欧洲暂停接种牛津疫苗、伊朗等供给增加导致油价大跌。**欧洲多国暂停接种阿斯利康疫苗，原油需求前景受损，导致油价连续回调，尤其是法国宣布为期一个月的封锁后，油价周四更是暴跌，不过随着欧洲、世卫组织等力挺阿斯利康疫苗及多国陆续宣布重启接种，油价开始反弹。欧美疫情出现第三波反弹的可能性及伊朗等国家原油供给增加将在一段时间内对油价产生压制，油价将在每桶 65 美元上下波动。

- **黑色产业链：需求季节性回暖及政策限产推动黑色系价格上涨，焦煤大涨。**螺纹钢需求仍处于季节性复苏阶段，同时部分地区限产政策导致产量下降，螺纹钢价格继续上涨，在环保政策收紧下，预计螺纹钢供给端压力将持续，不过旺季期间需求释放强度有待进一步验证，价格进一步上行需要更强需求预期的支撑。双焦价格随着下游需求增加继续上涨，焦煤涨幅较大主要是环保政策突然收紧的结果。随着下游需求回暖和库存下降，双焦价格仍有上涨的预期。

- **人民币汇率：美元持续走强，美国国债收益率走高，人民币兑美元汇率回调。**本周四凌晨 3 点美国联邦公开市场委员会公布最新利率决议，将维持基准利率 0%-0.25%区间不变，维持超额准备金率 0.1%不变，维持贴现利率 0.25%不变，基本上符合市场预期。同时美联储声明将维持货币政策宽松，美国复苏程度远没有达到疫情发生前程度，通胀对于货币政策的影响有限等。本周美国国债收益率继续保持上涨态势，于本周周中一度升破 1.75%。美元持续走强，美元指数虽一度于周四调整，但随后快速反弹，并于周五突破 92，达到一周高点。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 经济数据 4
1.2 每周要闻 8
二、 固定收益市场分析 9
2.1 资金面分析 9
2.2 利率债走势分析 10
2.3 存单与信用债分析 11
2.4 可转债分析 13
三、 主要资产价格分析 14
3.1 权益市场分析 14
3.2 黄金市场分析 17
3.3 原油市场分析 18
3.4 黑色产业链分析 19
3.5 人民币兑美元汇率分析 20

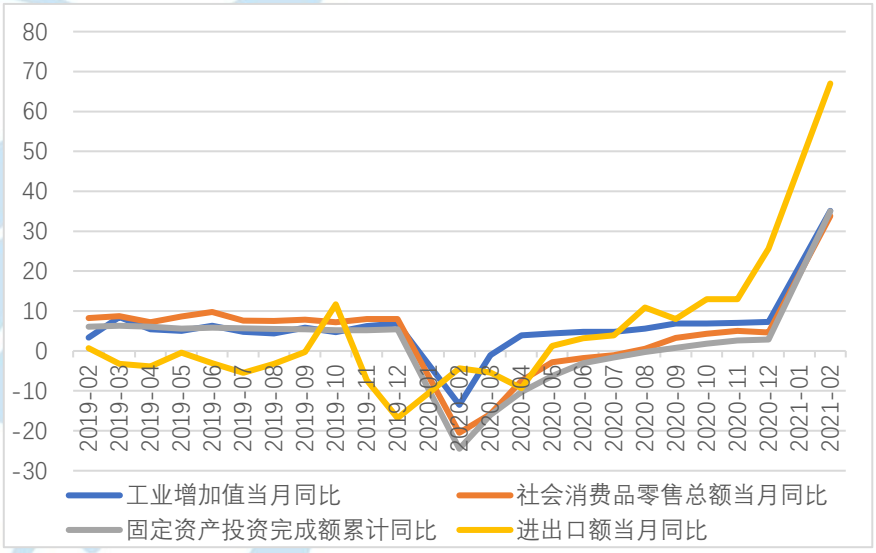
一、 本周重点经济数据分析

1.1 低基数和经济持续复苏下，主要指标同比均大幅增长，但制造业投资小幅回落

经济稳定恢复、外部需求改善、就地过年及低基数共同推动下，今年前两个月主要经济指标同比大幅增长，即使剔除低基数因素造成的数据失真后，数据也显示经济复苏动力仍在，不过各项指标恢复不平衡，强劲出口带动工业生产快速复苏，但投资、消费尚未恢复至疫情前水平。国家统计局 3 月 15 日公布的数据显示，1-2 月经济指标同比均增长 30%以上。供给端看，1-2 月规模以上工业增加值同比增长 35.1%，创下纪录最高。需求端看，1-2 月社会消费品零售总额同比增 33.8%，为 1995 年 1 月以来最高；固定资产投资同比增 35%，创下 2004 年 4 月以来最高；此前海关总署公布的 1-2 月以美元计的中国出口同比增长 60.6%，也创下历史新高。

考虑到目前供需两端及行业修复仍不均衡，预计短期宏观政策不会出现大转向，仍以稳为主，应更注重精准滴灌。国内托底政策将继续支持经济恢复平衡，货币政策将与经济复苏保持基本匹配，因此在经济修复、疫情得以遏制及房地产竣工周期下，国内消费回暖可期，制造业投资动力十足，预计经济将在年中至下半年基本恢复到常规水平，而海外经济复苏和保持大规模财经刺激下，后续出口将保持强劲，国内外需求有望形成“共振”，主要风险在于欧美疫情近期出现第三波反弹对经济复苏可能造成拖累。

图 1：1-2 月主要经济指标同比增速均在 30%以上（%）



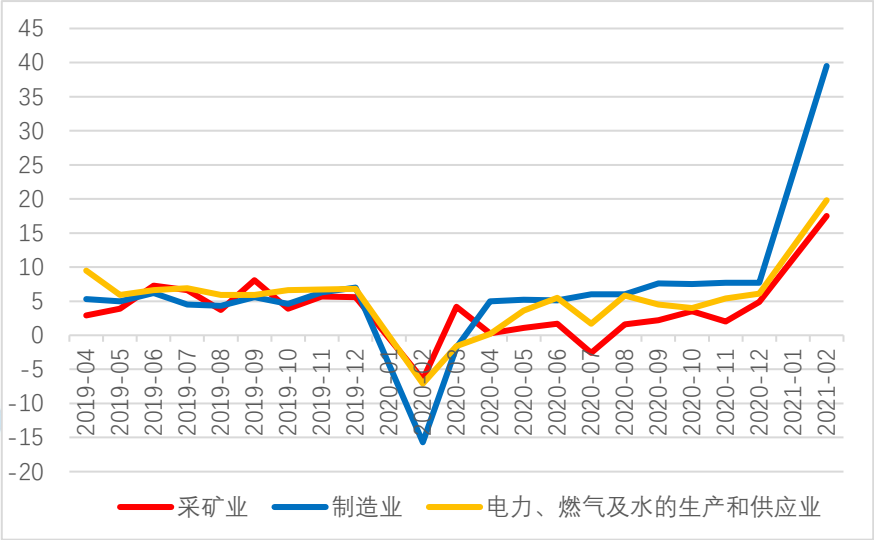
资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

在去年同期低基数、就地过年、复工复产加快推动下，工业生产已恢复至疫情前水平，制造业反弹最快。1-2 月全国规模以上工业增加值同比实际增长 35.1%，增速较上年 12 月大幅提升 27.8 百分点，为有数据记录以来最高。另外据统计局测算，剔除低基数因素后，1-2 月工业增加值较 2019 年同期增长 16.9%，两年平均增速 8.1%，高于疫情前水平。从环比增速看，2 月工业增加值增长 0.69%，高出 1 月 0.03 个百分点，工业生产边际加速。

三大门类中，制造业增速反弹最快，1-2 月同比增长 39.5%，增速较上月提升 31.8 个百分点；采矿业同比增长 17.5%，增速提升 12.6 个百分点；电力、燃气及水的生产和供应业同比增长 17.5%，增速提升 13.7 个百分点。

分行业看，1-2 月 41 个大类行业中有 40 个行业增加值保持同比增长，较上月增加 5 个，其中汽车制造业增加值增长 70.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 48.5%，增速高于整体平均水平。汽车和水泥产量增长加速明显，1-2 月分别同比增长 89.9%、61.1%，增速较上月加快 83.4 个、54.8 个百分点；钢材产量、发电量、原油加工量分别增长 23.6%、19.5%、15%，增速加快 10.8 个、10.4 个、12.9 个百分点。

图 2：1-2 月工业生产创下历史新高，制造业恢复最快（%）

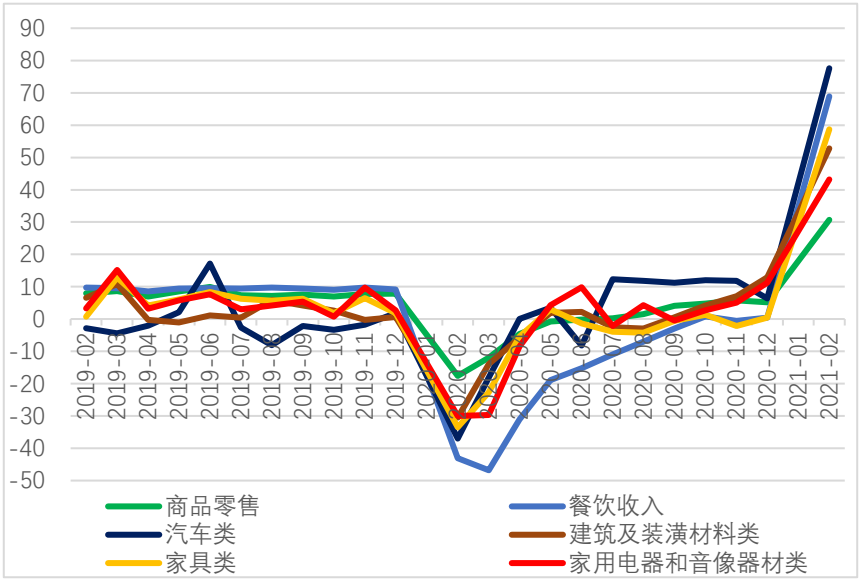


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

受低基数影响，消费同比增速明显加快，但两年平均增速仍偏低，需求略显疲软。1-2 月，社会消费品零售总额同比增长 33.8%，比 2019 年 1-2 月加快 6.4 个百分点，两年平均增速 3.2%。扣除通胀因素，1-2 月社会消费品零售总额实际增长 34.3%，两年平均增长 1.2%。从消费类型看，1-2 月商品零售同比增长 30.7%，两年平均 3.8%；餐饮收入同比增长高达 68.9%，但两年平均却下降 2%，主要与去年疫情导致外出就餐大量减少有关。2020 年 1-2 月，餐饮收入同比下降 43.1%，而商品零售下降 17.6%。

从商品零售看，基数效应的影响较明显，金银珠宝类、汽车类、家具类、建筑及装潢材料类、服装鞋帽及针纺织品类消费同比增速最高，1-2 月分别达到 98.7%、77.6%、58.7%、52.8%和 47.6%，这五类商品也是 2020 年同期降幅最大的五类商品，降幅均超过 30%。疫情导致居家办公下，手机等通讯器材类商品去年同期仅下降 8.8%，但 1-2 月增速达到 53.1%，表现亮眼。

图 3：1-2 月消费同比增速加快，但仍显疲软（%）



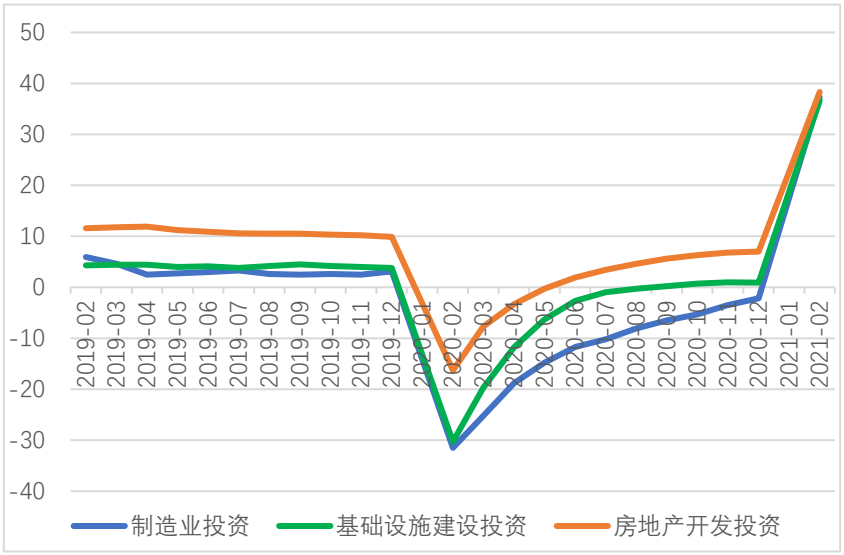
资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

虽然投资同比增速大幅提升，但投资仍处于恢复中，尤其是制造业投资恢复势头较缓慢。1-2 月固定资产投资（不含农户）同比增长 35%，为 2004 年 5 月以来最高增速，近两年平均增速 1.7%，低于 2019 年同期的 3.5%。从环比数据看，2 月投资环比增长 2.43%，较上月下降 0.08 个百分点，显示投资增长正在恢复，但边际放缓。

从三大投资看，基建投资、制造业投资、房地产投资 1-2 月同比增速分别反弹至 36.6%、37.3%、38.3%，而房地产投资两年平均增速为 7.6%，基建投资和制造业投资则分别下降 1.6%、3.4%。因此投资领域恢复较慢的是制造业投资，主因是企业投资能力和投资信心的恢复较慢，由于疫情防控压力仍在，外部环境比较复杂严峻，制造业投资恢复仍需要一段时间。基建投资两年平均也出现下降，与 2020 年末以来财政支出节奏持续放缓有一定关系，2021 年地方政府专项债额度未如往年一样提前下达，专项债券发行节奏明显慢于此前两年。

相比基建和制造业，房地产投资持续保持较快增长。主要先行指标中，商品房销售额和销售面积增速反弹最快，1-2 月同比分别增长 1.33 倍和 1.05 倍；商品房新开工面积和房地产企业到位资金同比分别增长 64.3%、51.2%。

图 4：1-2 月投资同比增速大幅提升，但投资整体仍在恢复，制造业恢复较慢（%）

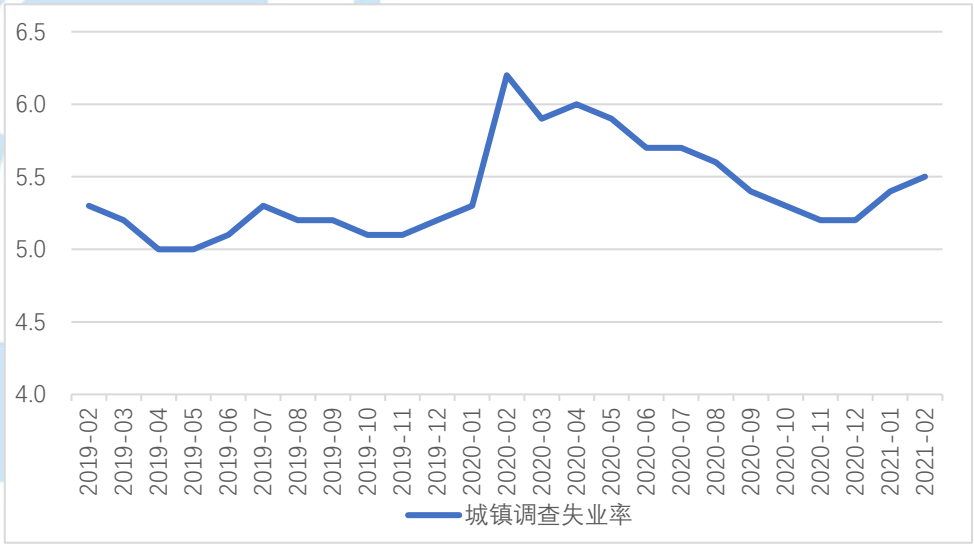


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

受春节因素和局部地区疫情影响，2 月失业率略有反弹，显示就业方面仍然存在一定压力，但就业整体改善趋势没有改变。1 月全国城镇调查失业率为 5.4%，较 2020 年 12 月高出 0.2 个百分点；2 月略微升至 5.5%，比上年同期回落 0.7 个百分点。其中，16-24 岁人口调查失业率为 13.1%、25-59 岁人口为 5%，高于 2020 年 12 月 0.3 个百分点，低于去年同期 0.6 个百分点。

尽管就业方面仍然存在一定压力，但有很多有利条件实现就业总体稳定。今年政府工作报告确定的就业目标是城镇新增就业 1100 万人以上，城镇调查失业率 5.5%左右，就业压力依然很大，而且就业市场的一些结构性矛盾也有所显现，主要表现在劳动力市场的错配，因此今年制定宏观政策时依然坚持就业优先政策，主要保就业措施就如李克强总理在两会上所讲，就业要让市场来唱主角，通过保市场主体来保就业，一方面继续鼓励推动增加相对稳定的就业岗位，另一方面拓展就业渠道，包括广开灵活就业的渠道。

图 5：1 月失业率 5.4%，2 月微升至 5.5%（%）



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、中美高层战略对话于阿拉斯加举行

当地时间 3 月 19 日中午，中美高层战略对话正式结束。中美双方共举行了 3 场会谈。这不但是美国新政府执政以来的中美首次面对面会晤，同时也是中美元首除夕通话后的首次高层接触。多家媒体报道说，美国总统拜登就任以来的首场中美高级别对话，在充满火药味的激烈交锋中开场，双方毫不掩饰、摊开尖锐矛盾的姿态让人意外。双方针锋相对的开场发言持续一个多小时，远超外交惯例中高级别会谈向媒体开放的开场白时间。

据新加坡《联合早报》报道，布林肯一开场就表示美国将对中国在新疆、香港和台湾的政策“深切关注”。杨洁篪和王毅对此进行了长时间的猛烈回击。报道称，跟美国摊牌，告诫美国改变动辄干涉中国内政的“老毛病”，不再以俯视态度跟中国说话，这是中方代表对美方发出的明确信号。《联合早报》报道援引杨洁篪会后表态称，双方就各自内外政策和双边关系进行了“坦诚、建设性交流”。“这次对话是有益的，有利于增进相互了解。双方在一些问题上仍存在重要分歧。”《联合早报》援引专家分析指出，中美矛盾广泛且尖锐，冲突可能成为常态，但相信双方会认识到必须管控风险。

路透社分析文章认为，尽管中美关系难以立即改弦更张，但这场会晤仍是中美关系前景迷雾中的重要风向标。报道称，中美关系此前一直处于喊话试探期，此次对话无疑是双方进行实质沟通的重要一步。至于能否为后续的双边关系铺垫良好开端，多名官方人士指出，取决于中美是否在一些存在共同利益的领域有止损或合作意向，至少让已有的冲突矛盾不再扩大。报道援引分析人士观点指出，会谈无论结果如何，双方能面对面开诚布公阐明各自的态度与立场并不是坏事。对话的更大意义应是为后续的各领域双边接触创造条件。报道也援引专家观点称，中美受疫情影响已经很久没有面对面沟通过，而且由于贸易战，中美之间的沟通也出现了隔阂。专家认为，中美对话非常重要，朝鲜半岛、伊朗、网络安全等问题与中美双方息息相关，因此双方高层应保持定期的交流与沟通。抗击疫情、经济复苏、人文交流等是摆在双方面前最现实的合作领域。

2、央行行长易纲重磅发声：货币政策始终保持在正常区间，工具手段充足，利率水平适中

3 月 20 日，中国人民银行行长易纲在中国发展高层论坛圆桌会发表讲话，主题为《用好正常货币政策空间 推动绿色金融发展》。易纲表示，我们有较大的货币政策调控空间。中国货币政策始终保持在正常区间，工具手段充足，利率水平适中。我们需要珍惜和用好正常的货币政策空间，保持政策的连续性、稳定性和可持续性。他指出，当前，我们要实施好稳健的货币政策，支持稳企业保就业，持续打好防范化解重大金融风险攻坚战，进一步深化金融改革开放。易纲指出，实现碳中和需要巨量投资，要以市场化的方式，引导金融体系提供所需要的投融资支持。易纲表示，人民银行已经把绿色金融确定为今年和“十四五”时期的一项重点工作。人民银行在 2015 年、2018 年分别制定了针对绿色债券和绿色信贷的标准，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。同时，我们正在与欧方共同推动绿色分类标准的国际趋同，争取年内出台一套共同的分类标准。我们在 G20 下也将讨论这一问题。易纲透露，“十四五”时期将在政策框架中全面纳入气候变化因素。金融稳定方面，我们正在研究在对金融机构的压力测试中，系统性地考虑气候变化因素。货币政策方面，正在研究通过优惠利率、绿色专项再贷款等支持工具，激励金融机构为碳减排提供资金支持。外汇储备投资方面，将继续增加对绿色债券的配置，控制投资高碳资产，在投资风险管理框架中纳入气候风险因素。

3、证券公司股权管理再迎修订，股东门槛大幅下调

证监会 3 月 19 日发布了《关于修改<证券公司股权管理规定>的决定》（以下简称《股权规定》）以及《关于修改<关于实施《证券公司股权管理规定》有关问题的规定>的决定》（以下简称《实施规定》），自 2021 年 4 月 18 日起施行。较之前的规则，有如下修改：1、 将证券公司主要股东从“持有

证券公司 25%以上股权的股东或者持有 5%以上股权的第一大股东”调整为“持有证券公司 5%以上股权的股东”。2、 降低证券公司主要股东资质要求，取消主要股东具有持续盈利能力的要求。3、 将主要股东净资产从不低于 2 亿元调整为不低于 5000 万元人民币等。4、 调整证券公司变更注册资本、变更 5%以上股权的实际控制人相关审批事项。5、 禁止证券公司股权相关的“对赌协议”。6、 完善控股股东变更为唯一股东的备案程序。7、 明确单个非金融企业实际控制证券公司股权比例不得超过 50%的例外情形。8、 进一步明确对上市证券公司、股份转让系统挂牌证券公司持有 5%以下股权的股东可以免除适用的条款。

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，关注跨季对于资金市场的影响

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 22 日至 3 月 26 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。本周一央行进行了 1000 亿元一年期 MLF 操作，旨在续作本周二 1000 亿元的 MLF 到期。

表 1：本周公开市场操作（亿元）

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	-100	-100	-100	-100	-100
7 天	100	100	100	100	100
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）365D	1000	0	0	0	0
MLF（回笼）365D	0	-1000	0	0	0
央行票据 3 个月	0	0	0	0	0
国库现金定存	0	0	0	0	0
净投放	1000	-1000	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 19 日，央行已连续 15 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。由于缴税走款的影响，部分期限利率上涨，另外随着跨季的开始，14d 利率本周四、周五上涨明显。银行间回购利率 R001 和 R007 加权平均涨 2.1584%、2.1914%；交易所回购利率 GC001 和 GC007 加权平均升至 2.0140%、2.1550%。

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	2.2884	2.1652	2.0240	2.2497	2.1584
	R007	2.3008	2.3020	2.1332	2.1908	2.1914
	R014	2.5178	2.5224	2.3497	2.6496	2.6360
	R021	2.7259	2.7174	2.7258	2.7093	2.7449

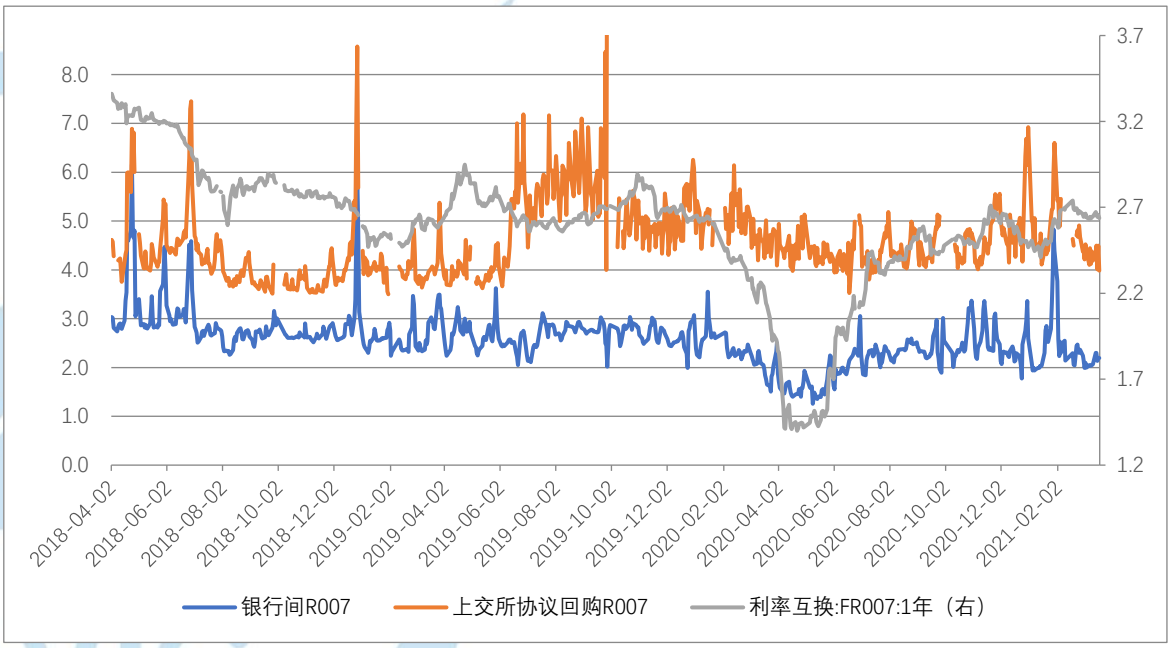
	R1M	2.8138	2.8171	2.8521	2.8319	2.7374
上交所协议回购	206001	3.9450	4.0020	3.8330	3.6340	3.9810
	206007	4.3120	4.4960	4.0120	4.4970	3.9810
	206014	4.8170	5.2520	5.0840	5.3800	5.5330
	206021	5.7460	5.4920	5.3660	5.2890	5.7840
	206030	5.3880	6.0480	5.8050	5.4920	7.0240
利率互换定盘：1Y	FR007	2.6728	2.6626	2.6447	2.6550	2.6372

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，关注跨季对于资金市场的影响

历史上看三月属于缴税小月，同时财政支出往往较高。从本周货币利率走势来看，缴税对于资金市场的影响有限。公开市场操作方面，本周逆回购、MLF 均等量续作，央行可能仍在持续传递维持货币政策稳定，不快速转向的信号。后半个月关注跨季以及财政支出投放对于货币市场的影响。

图 6：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：4 月开始进入缴税大月和地方债供给压力上行，债市风险仍待释放

1）利率债走势复盘：债市对利空钝化，宽松资金面影响下，长债收益率小幅下行

资金面小幅收紧，整体仍偏宽松，多空信息交织，长债收益率窄幅波动。周一，早间央行公开市场进行 100 亿元 7 天期逆回购操作，当日有 100 亿元逆回购到期，并提前 1 日等量续作 3 月到期 1000 亿 MLF，银行间资金略紧，各期限加权有较大幅上行，市场情绪转向谨慎，收益率开始上行；午后虽然资金转松，但是情绪并未修复，收益率在日内高位横盘直至收盘；周二，央行开展 100 亿元 7 天期逆回购操作，当日 100 亿元逆回购到期，随着资金面的彻底宽松，收益率下行；周三，央行开展 100 亿元逆回购操作，同时有 100 亿元央行逆回购到期，当日实现零投放，债券市场消息面更加平静，长债波动率也更加收窄，最活跃的 10 年国开 200215 全天最大振幅竟然只有 1.25bp；周四，央行继续零投放，前一夜美联储主席讲话表示：目前的货币政策是适当的，美联储对于这种对收益率上行的容忍，让美债收益率最

高上至了 1.689%，英国、德国、澳大利亚等国国债收益率也应声上行，国内债市依旧平静，10 年国开仅仅微幅上行 0.3BP，且 30 年国债收益率还下行了近 1BP；周五，央行继续对冲当日到期，零投放，在中美高层战略对话气氛紧张的避险情绪带动下，长债收益率明显下行。全周，10 年国债活跃券 200016 收益率下行 3.85BP，10 年国开债 200215 活跃券收益率下行 3.25BP。

图 7：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：利空因素尚未释放，关注 4 月缴税叠加地方债供给对债市带来的冲击

对国内债市而言，美债收益率继续上行可能性较大，海外市场对国内债市影响仍然偏空。本周美联储议息会议美联储整体表态偏鸽，维持联邦基金利率区间于 0%-0.25%不变，符合市场预期。对经济和通胀短期预期虽偏乐观，但中长期预期偏谨慎，认为通胀压力较为短暂，当前美联储认为金融环境较为宽松，并未给出压低美债收益率承诺，而后续美国经济和通胀增速上行或将带动美债收益率进一步回升。

基本面来看，1-2 月经济数据表现有所分化，并未对债市提供清晰的信号。1-2 月经济数据反映生产、消费、地产投资偏强，但投资整体偏弱，失业率有所抬升，基本面并未给债市指明明确的方向。当前债市表现为震荡的格局，跌不动也涨不动，跌不动主要是由于资金面相对稳定，涨不动则是由于市场仍存在不少利空因素。

若 4 月缴税带动资金面收紧，叠加地方债供给加速，预计长债收益率上行，将带来较好的配置时机。近期央行中长期流动性投放较为谨慎，由于 3 月资金宽松央行无法通过公开市场操作来传递政策信号，4 月流动性需求因素较多，叠加地方债供给或逐步加速，若央行操作未及时对冲流动性，或向市场释放偏紧信号，带动资金价格边际上行，进而引起债市调整。预计 4 月资金缺口较 3 月显著放大，或迎来货币政策释放政策信号的时间窗口，若货币政策偏紧，资金面临收紧风险，收益率或进一步上行，带来更好的配置窗口和交易时点。

2.3 存单与信用债分析：信用债短久期收益率下行明显，存单信用债发行增长

1）一级市场发行：存单净融资额由正转负，信用债发行量环比小幅增长

同业存单方面，本周同业存单发行量约 5,012.80 亿元，较上周环比下降 31.25%，到期量约 6,017.50 亿元，环比增长 16.19%，净融资额为-1,004.70 亿元，环比大幅下降由正转负。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 0.56bp 报 2.6009%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 1.31bp 报 2.7124%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 5.6bp 报 2.9379%，9M 存单平均发行利率较上周上行 1.94bp 报 3.0402%。

信用债方面，一级市场信用债发行量环比小幅增长，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 3,820.90 亿元，较上周环比增长 6.01%，到期量约 3,121.11 亿元，环比增长 33.33%，净融资额为 699.79 亿元，环比下降 44.61%。

2） 二级市场走势及信用利差：信用债各等级及各期限收益率多数下行

信用债二级市场方面，中低评级长久期信用债收益率小幅上行，AA 级 5 年期、AA+级 5 年期收益率分别上行 1.55bp、2.55bp，其余各期限和各评级信用债收益率均呈下行，以 AA 级 1 年期收益率（-4.44bp）下行幅度最大，其余下行 0.4bp～2.5bp 不等。

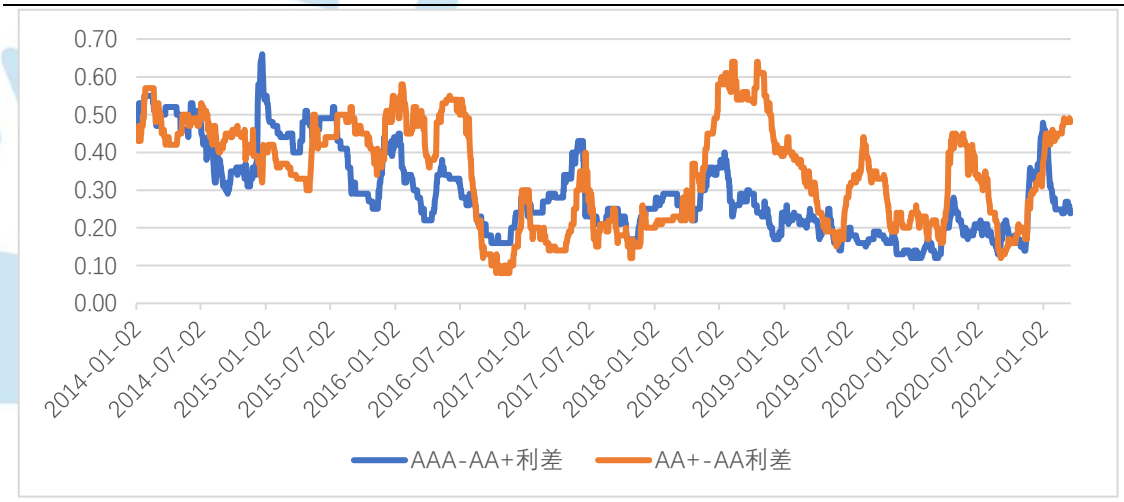
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	3.062	20.30	-2.45
信用债(AAA):3 年	3.638	29.70	-0.46
信用债(AAA):5 年	3.818	24.60	-0.44
信用债(AA+):1 年	3.260	17.60	-2.44
信用债(AA+):3 年	3.876	30.60	-2.45
信用债(AA+):5 年	4.168	27.10	2.55
信用债(AA):1 年	3.660	29.50	-4.44
信用债(AA):3 年	4.356	36.60	-2.45
信用债(AA):5 年	4.658	30.30	1.55

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+之间利差较上周收窄 2bp 至 24bp，AA+和 AA 之间的利差与上周基本持平，仍为 48bp。

图 8：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，较上月变动-6.38bp，处于 2013 年以来的 35%历史分位数水平；产业债多数行业信用利差收窄，以纺织服装（-69.24bp）、钢铁（-13.72bp）、煤炭开采（-13.39bp）和休闲服务（-11.41bp）行业最为明显，汽车（+7.73bp）、计算机（+3.83bp）、轻工制造（+2.65bp）、铁路运输（+2.21bp）、医药生物（+0.08bp）5 个行业信用利差走阔，计算机（99%）、汽车（98%）、轻工制造（98%）、农林牧渔（92%）、钢铁（88%）行业利差处于较高历史分位数水平。

区域利差方面，辽宁（+13.22bp）、青海（+12.25bp）、广西（+4.87bp）、吉林（+2.13bp）、天津（+1.95bp）、上海（+1.56bp）、黑龙江（+1.42bp）、贵州（+1.17bp）、山西（+1.13bp）和陕西（+0.39bp）10 个省份城投债信用利差较上周走阔，其余省份信用利差收窄，其中内蒙古、新疆、山东、江西、云南、广东、重庆、宁夏、福建信用利差收窄幅度大于 5bp。

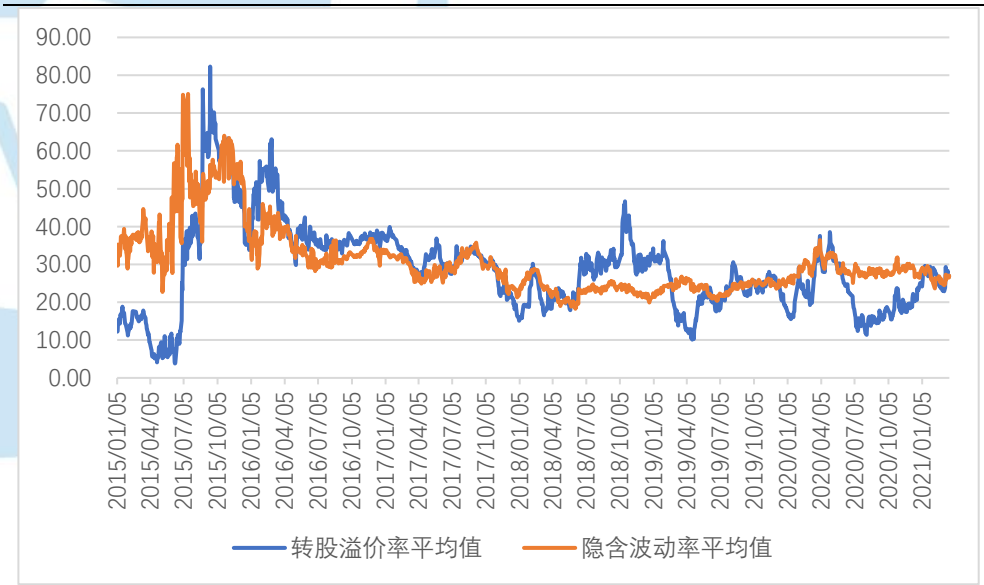
2.4 可转债分析：权益市场震荡下行，转债市场与权益市场趋势一致，各市场涨跌不一但再次显示出抗跌性，关注顺周期、疫情退出的交易逻辑、TMT、高端制造、公用事业、大金融板块、债底保护较强的中低平价券等

1）可转债的走势复盘：权益市场震荡下行，转债市场与权益市场趋势一致，各市场涨跌不一但再次显示出抗跌性

本周权益市场震荡下行，周五中美高层战略对话启动后权益市场遭遇下挫，全周看上证指数本周收于 3404.66 下跌 1.40%，深证成指本周下跌 2.09%，创业板指本周下跌 3.09%，中小板指本周下跌 3.43%。可转债市场整体趋势与权益市场一致，各市场涨跌不一但再次显示出抗跌性，本周上证转债上涨 0.09%至 329.00，深证转债下跌 0.13%至 259.38，中证转债上涨 0.02%至 368.40，其中，森特转债、英联转债、小康转债、开润转债、欧派转债等领涨，英科转债、凯龙转债、隆 20 转债、东时转债、广电转债等领跌，超六成转债录得上涨行情。一级方面，卫宁转债、中钢转债、拓尔转债三只转债发行，嘉元转债、朗科转债两只转债上市。

从近六年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，本周转债市场转股溢价率震荡下行，隐含波动率震荡上升。2021 年以来，权益市场出现下跌行情，转债下修事件增多。发行人的下修意愿受发行人的资金紧张程度、回售压力和股权稀释程度的影响：发行人资金压力越大，促进转债下修的意愿越强烈；处在回售期的转债转股的确定性也比较强；股权稀释比例越大的转债越不容易下修。

图 9：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：权益市场中期大概率仍有温和向上机会，近期转债性价比已明显改善，关注顺周期、疫情退出的交易逻辑、TMT、高端制造、公用事业、大金融板块、债底保护较强的中低平价券等

逻辑上，权益市场基本面还未出现拐点、情绪指标也并没有见顶，股指走熊的可能还不大，中期大概率仍有温和向上机会。但美债收益率、流动性担忧等多因素共振使得股市波动增大且板块及风格轮动速度大大加快。但市场进入“弱趋势、高波动”阶段以及赚钱效应变差已是不争的事实。行业上，顺周期仍有补涨机会、消费板块整体难有大的行情、大金融性价比普遍较佳、成长科技继续左侧埋伏。细分领域关注调整过后的一线龙头及核心资产、具备隐形冠军特征的中盘股、景气度持高且估值仍有上升空间的标的。

转债方面，近期转债性价比已明显改善、前期个券估值分化的现象也有一定缓解，转债投资者择券空间增大，当然受制于股市目前仍应以交易性机会为主。建议此时投资者可继续保持参与度，以偏中性仓位寻找转债性价比好、正股基本面预期强的品种，积极利用转债的产品特性对冲投资者对正股的认知风险。近期条款博弈案例增多，主要源于一二级市场环境变化引起的共振。策略上，股市波动仍难预测但转债性价比已明显改善，建议继续以偏中性仓位寻找转债性价比好、正股基本面预期强的品种，积极利用转债产品特性对冲认知风险。后续投资者可考虑以下配置方向：（1）经济复苏下顺周期行情尚未结束，调整后仍有配置机会；（2）随着疫情顶部的临近，疫情退出的交易逻辑值得关注；（3）关注 TMT、高端制造、公用事业方向下的高性价比标的；（4）大金融板块整体，包括银行、非银、地产；（5）权益市场处于震荡下跌行情之中，可转债抗跌属性凸显，建议关注债底保护较强的中低平价券。

三、 主要资产价格分析

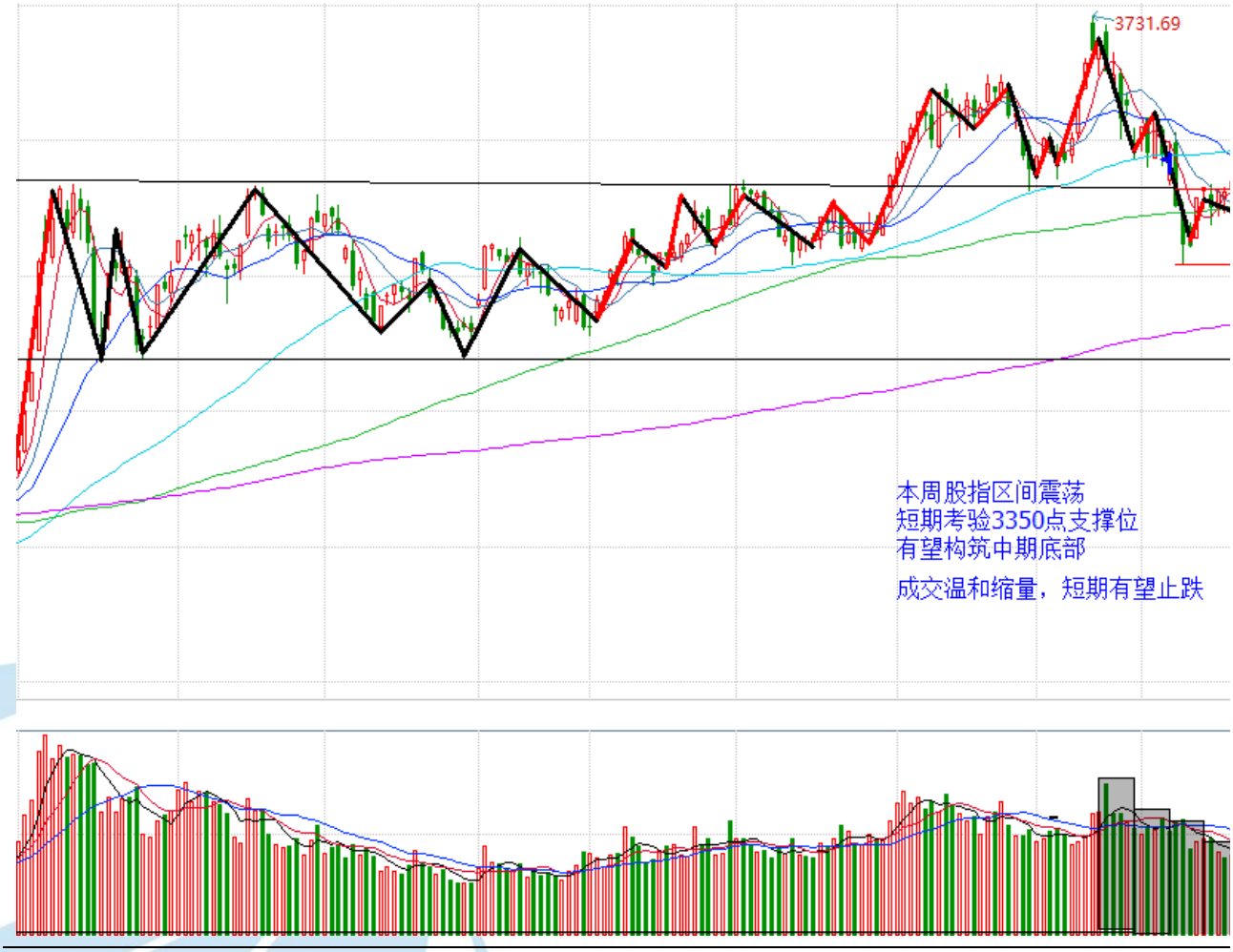
3.1 权益市场分析：短期继续二次探底，负反馈接近尾声 关注军工、消费服务及银行等低估值板块。

1）权益市场走势复盘——股指区间震荡 短期继续二次探底

本周市场表现为区间震荡，二次探底符合预期。上证综指最终报收 3404.66 点，下跌 1.4%。同期深证成指和创业板分别下跌 2.09%和 3.09%。量能方面，两市成交 3.76 万亿，环比温和缩小。三大股指节后连续 5 周阴线后明显缩量，有望构建中期底部。

市场结构方面，核心资产出现分化，以高景气 CXO 和军工板块为代表的核心资产率先企稳，消费电子等利率敏感型核心资产继续杀估值和业绩。本周市场主线不清晰，次新股表现较为活跃。沪深 300 下跌 2.71%，中证 1000 上涨 0.49%，市场风格再平衡，中小盘股较核心资产表现较强。随着一季报披露期的接近，业绩出现拐点的标表现较为强势。本周北向资金合计买入 87.08 亿元，外资再次大幅买入。行业方面，30 个中信一级行业 9 家实现上涨，国防军工、轻工制造、纺织服装分别上涨 3.18%、3.07%和 2.82%。21 个行业下跌，非银行金融、石油石化及电子分别下跌 4.03%、3.85%和 3.48%。从 A 股市场总体表现看，本周核心资产出现分化，抱团股负反馈效应接近尾声，下周有望完成右侧探底后进入中期震荡，预计一季报业绩超预期的标的将跑赢市场。

图 10：股指区间震荡 短期继续二次探底



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，美股三大指数较上周均下跌，道指本周下跌 0.46%，报 32627.9700 点，纳指本周下跌 0.79%，报 13215.2400 点，标普 500 指数本周下跌 0.77%，报 3913.1000 点。

本周美国三大股指均先涨后跌，于本周三达到一周高点，其中道琼斯及纳斯达克指数均创历史新高，道琼斯指数首破 33000 点，经过周四下跌后三大股指出现分化，本周五道琼斯及标普指数下跌，纳斯达克指数则出现了反弹。本周美国公布的部分 2 月份宏观数据以及上周申请失业金人数不及预期，其中 2 月新屋开工总数年化 142.1 万户，预期 156 万户；当周初请失业金人数为 77 万人，预期为 70 万人。本周五美联储宣布不延长补充杠杆率的豁免期限，一定程度上促进了美债收益率进一步上涨，同时也对美国银行股造成了打击，本周五美股银行股多数走低。

图 11：美股三大股指均下跌



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——短期继续二次探底，负反馈接近尾声 关注军工、消费服务及银行等低估值板块。

市场逐渐适应美债收益率扰动，未来将进入盈利主导阶段。本周美联储公布了 FOMC 会议声明，宣布维持 0-0.25%利率不变，鲍威尔向市场释放了相对鸽派的信号，声明整体符合预期。预计美债未来上涨未必能对市场有很大冲击，市场已较充分适应过去流动性的边际变化，未来将聚焦于上市公司的自身业绩。

当前进入一季报业绩披露期，企业业绩复苏性增长为市场提供有效支撑。截至 3 月 17 日收盘，沪深两市共有 74 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 72 家，占比 97.3%，四成公司预计利润净利同比增超 100%。去年一季度因受疫情剧烈冲击，绝大部分公司基本面受创严重，随着经济复苏今年一季度的同比增速预计较大，同时考虑到当前市场处于阶段性低点，此节点效应将为市场抵消部分短期下行空间。

财政与货币投放力度不减保驾市场平稳运行。财政部 3 月 18 日发布数据显示，全国一般公共预算收入 41805 亿元，同比增长 18.7%。此外，财政部近期已按程序提前下达各地部分新增专项债券额度 17700 亿元。同日央行宣布，为维护银行体系流动性合理充裕，当日央行以利率招标方式开展了 100 亿元的 7 天逆回购操作，操作利率维持 2.2%不变。3 月份以来央行每个工作日军开展 100 亿元逆回购操作，14 个工作日累计投放资金 1400 亿元。此举有利于维护市场资金面稳定，保证市场利率平稳运行，降低市场波动。

本周中美高层战略对话效果偏空，短期降低风险偏好，中长期符合市场预期。市场或推断中美关系并不会因为此次会议结束而有所缓和，反而进一步进入一个对峙新阶段。中美当下的问题是两国的世界政治与经济利益和地位之争，新冠疫情仅是暂停了一段时间的“集火”交锋。同时，美澳日印的“四国集团”在正值中美高层战略对话会议的形成，也侧面透露出美国对中国的直面针对之意。但此事件符合市场早先对拜登上台后的判断，因此中长期内符合预期。

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 87.08 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 14.97 亿元，环比转正，内资情绪提振。本周 Wind 茅指数下跌 3.90%，量能环比下降，周内多空交战激烈，核心资产出现分化，前期抗跌品种出现补跌现象。

展望后市，上证指数将继续回踩并确认前期 3328.31 点的支撑，恐慌情绪短期有所削弱，基金负反馈效应对市场依旧存在压力但处于尾声。当前市场下，投资者观望情绪浓厚，做多及做空意愿较弱。短期内

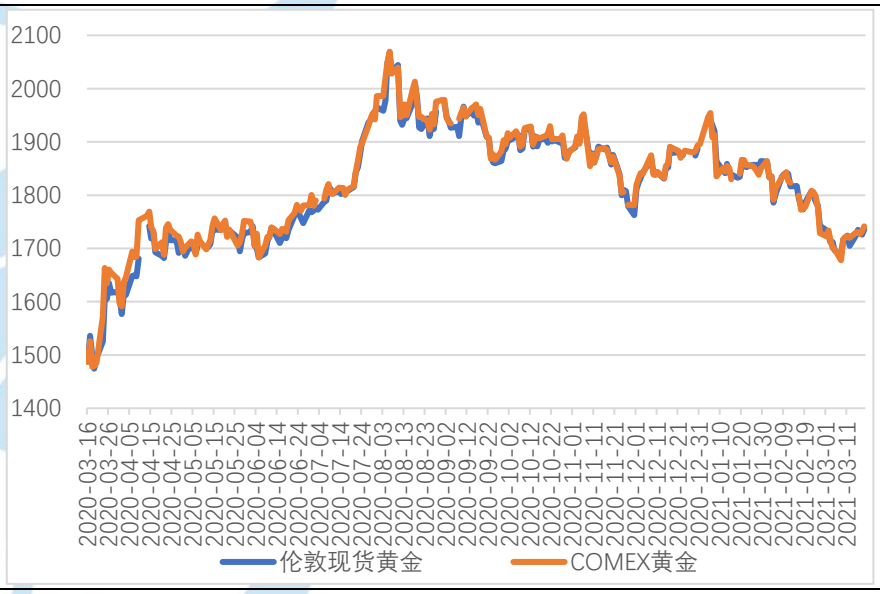
A 股尚未完全企稳，抱团股暂时仍难有趋势性机会、更多是脉冲性和局部性机会，但 A 股指数大跌的空间不大且存在逆势操作的机会。综合看，市场依旧处于结构牛市中，近期表现强势的民航、电力、环保及银行等相对低估值板块中的个股陆续创出近期新高，同时近期次新股与妖股在存量博弈下表现较为活跃。中长期市场大环境未出现明显变化，短期情绪扰动不宜过度悲观，待市场消化阶段性估值泡沫后，有利于 A 股再次向上突破。

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。由于利率上升所带来的资金杠杆成本的上升，前期股价透支过多的成长股承压明显，暂时回避疫情期间涨幅过大的估值弹性较大的品种。行业配置上，建议关注高景气军工产业链、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：美联储坚持宽松政策推动金价上涨，但美债收益率继续上升抑制金价涨幅

周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日上涨 9.3 美元，或 0.54%，收报于 1735.2 美元/盎司，全周累计涨幅 1.78%；美国 COMEX 黄金期货结算价上涨 9.2 美元，或 0.53%，收报于 1741.7 美元/盎司，全周累计涨幅 1.27%。金价已连续第二周上涨。

图 12：本周金价继续上涨（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

尽管涨幅不大但金价仍连续两周实现上涨，主因是一方面美联储本周再次重申维稳利率，在 2023 年底前不加息，保持较为宽松的货币政策，并对美债收益率的上涨表示容忍，刺激了金价上涨，但另一方面，基尼复苏预期导致美债收益率飙涨至 1.7%以上，也限制了金价涨幅。美联储按兵不动，鲍威尔暗示不会提前加息。美联储最新预测今年美国经济将增长 6.5%，创 1984 年以来 GDP 最大年度增幅，失业率到年底预计降至 4.5%，均好于此前预测，今年通胀速度也预计将超过美联储 2%的目标，达到 2.4%，因此美联储决定当前时间段（2021 年到 2023 年）不加息，且目前的货币政策是适当，将持续宽松政策以求完全就业和达到通胀目标，没有理由阻止美债收益率在过去一个月的持续飙升。美联储的这一决定有利黄金价格走高，美联储会议当天金价上涨 0.81%。不过随着鲍美联储对美债收益率一再容忍，美债继续上扬，10 年期国债

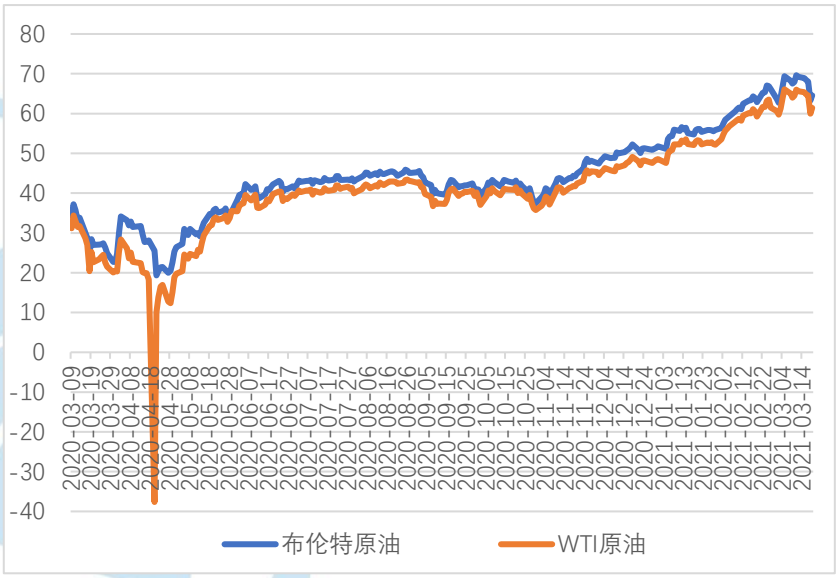
收益率一度上涨至 1.75%，为 2020 年 1 月以来的最高水平，30 年期也升至 2.5%，美债收益率的上涨带动美元上涨，给金价带来一定承压。

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变化将不断降低。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：欧洲暂停接种牛津疫苗、伊朗等国供给增加导致油价大跌

周五，布伦特原油期货合约结算价较前一交易日上涨 1.25 美元，或 1.98%，收报于每桶 64.53 美元，但由于前面连续下跌，全周累计下跌 6.78%；美国 WTI 原油期货合约结算价上涨 1.42 美元，或 2.37%，收报于每桶 61.42 美元，全周累计跌幅 6.39%。

图 13：本周油价大跌（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

油价连续两周下跌，欧洲多国一度暂停接种阿斯利康疫苗，令油市前几个交易日不断承压下跌，而法国宣布为期一个月的封锁的消息，导致周四油价暴跌超 7%，不过随着欧洲部分国家和世卫组织等力挺阿斯利康疫苗，多国陆续宣布重启接种工作，加上中东局势趋于紧张，油价周五迎来大幅反弹。有报导称接种阿斯利康疫苗会出现血栓后，欧盟先后有 13 个国家暂停接种这个由英国阿斯利康药厂及牛津大学共同研发的新冠疫苗，投资者担忧疫苗停打将影响欧洲经济复苏的进程，进而拖累油市需求的回升，从而使得油价在本周前四个交易日不断承压下跌。加上近期欧洲有一种更具传染性的病毒变种开始传播，欧洲一些国家病例开始反弹增长，法国、德国、意大利等国家已开始新一轮封锁，这给油价沉重一击，周四当天油价暴跌约 7%，创下自去年夏天以来最大单日跌幅。不过随着欧洲药管局、世卫组织等陆续出面支持阿斯利康疫苗之后，欧洲多国陆续恢复疫苗接种，周五油价反弹上涨超 2%。

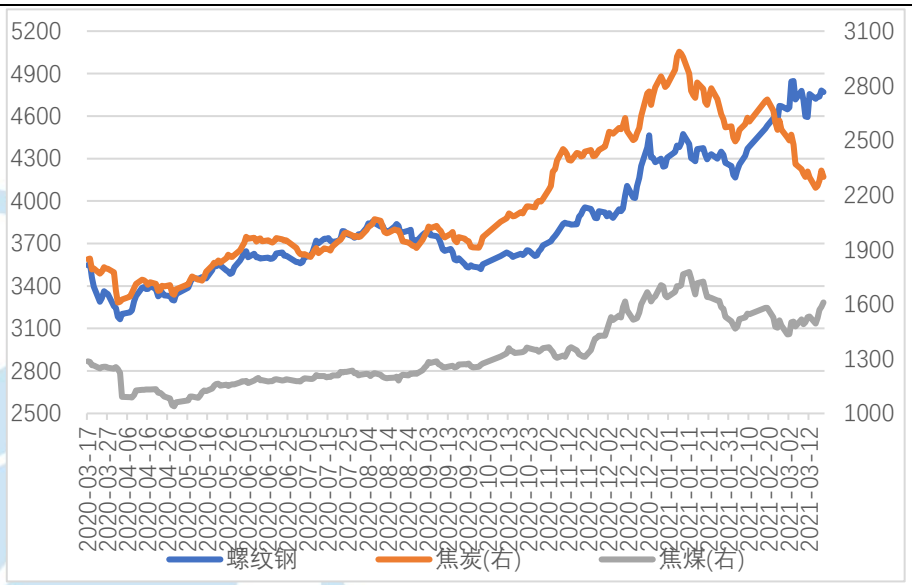
欧美疫情反弹及伊朗等国家原油供给增加将在一段时间内对油价产生升压制，油价将在每桶 65 美元上下波动。尽管疫苗接种继续，但最近病例增加表明欧美等地区在未来一段是时间仍有爆发第三轮疫情的

可能性，这将对市场乐观预期产生不利影响。此外，最近大量伊朗、利比亚等国家原油出口增加，开始涌入亚洲，挤压了来自其他国家的进口，可能令 OPEC+收紧全球石油市场供应面临更多困难，OPEC+一直希望通过压低供应支撑油价。据估计，伊朗输往亚洲的原油销量近 100 万桶/日，创近 2 年来的新高。利比亚石油产量也从几乎为零到迅猛增长，每天原油产量超过 130 万桶，未来两年内将提高到 160 万桶。此外，两周前油价在政策刺激下冲破每桶 70 美元，超过疫情前水平，市场获利了结也是油价连续下跌的原因之一。鉴于油价目前一将至 65 美元之下，和疫情前油价几乎相当，预计油价将在这一水平上下震荡波动。

3.4 黑色产业链分析：需求季节性回暖及政策限产推动黑色系价格上涨，焦煤更是大涨

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周同期每吨上涨 12 元，收报于 4769 元/吨，涨幅 0.25%；焦炭价格每吨上涨 1 元，收报于 2299 元/吨，跌幅 0.04%；焦煤价格每吨上涨 77.5 元，收报于 1609.5 元/吨，跌涨幅 5.06%。

图 14：本周黑色系价格普涨，焦煤涨幅最大（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，同时部分地区限产政策导致产量下降，螺纹钢价格继续上涨。唐山限产使得长流程产量受压制，但由于短流程供应的持续回升，螺纹总产量仅小幅下降，随着限产边际趋松，螺纹供应端压力或再度抬升。需求当前仍维持正常的季节性复苏，表需仍弱于 2019 年同期水平，总库存去库力度相对偏弱，较强的需求预期仍未兑现。实际数据表现上，本周螺纹钢产量 346.49 万吨，较上周减少 2.32 万吨。库存（厂库+社库）1795.9 万吨，下降 35.86 万吨。表观消费量 382.35 万吨，增加 39.25 万吨。展望未来，螺纹钢供给压力抬头，旺季期间需求释放强度有待进一步验证，价格进一步上行需要更强需求预期的支撑，因此价格或以高位震荡为主。

近期焦炭期价震荡运行，唐山高炉限产重新趋严，山西也进行环保检查。限产较多，焦炭日需求下降明显，部分钢厂开始第六轮提降，工信部强近期也调压减钢铁冶炼产能，这对焦炭价格持续形成压制。焦化厂库存继续累积，钢厂控制到货，现货仍有提降预期。不过随着旺季需求的接近，焦炭或将受到一定带动，短期内焦炭价格将维持震荡的状态。焦煤期价本周连续反弹，一方面国内产地管控趋严，产量受影响，也受到近通关一直没放松影响，另一方面需求端的下游焦炭产能增加，焦化厂保持高开工，真实需求增加，对焦煤的采购较为积极，在去库存结束后，焦煤期价将重回上涨周期。

3.5 人民币兑美元汇率分析：美元持续走强，美国国债收益率走高，人民币兑美元汇率回调

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.5098，较上周下调 0.3886%。即期汇率报 6.5045，较上周下调 0.0138%。美元指数报 91.9493，本周涨 0.28。

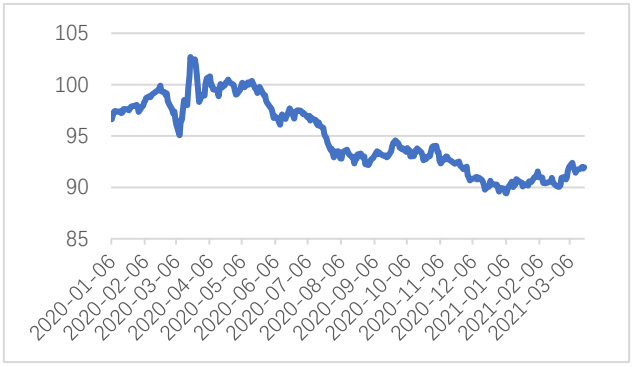
本周四凌晨 3 点美国联邦公开市场委员会公布最新利率决议，将维持基准利率 0%-0.25%区间不变，维持超额准备金率 0.1%不变，维持贴现利率 0.25%不变，基本上符合市场预期。同时美联储声明将维持货币政策宽松，美国复苏程度远没有达到疫情发生前程度，通胀对于货币政策的影响有限等。本周美国国债收益率继续保持上涨态势，于本周周中一度升破 1.75%。美元持续走强，美元指数虽一度于周四调整，但随后快速反弹，并于周五突破 92，达到一周高点。在美元走强的影响下，人民币兑美元中间价及即期汇率双双回调。

图 15：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 16：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。