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:（2021.03.08-2021.03.12）金融数据与通胀均好于预期，债市在宽松的资金面带动下对利空钝化

金融市场分析周报　　2021 年 3 月 15 日

摘要

- **CPI/PPI：CPI 同比连续下降，通胀因素暂时未给货币政策带来压力，中期 PPI 上行动力仍强。**尽管春节消费回升推动食品价格环比上涨，但在猪肉价格快速下行及去年同期高基数等拉动下，2 月 CPI 同比仍延续负值，PPI 同比则攀升至两年多以来高位，两者表现均超预期。通胀数据继续呈现明显的上下游差异性特点，猪肉和交通价格回落以及基数偏高是 CPI 同比下降的主因，需求改善、大宗商品价格攀升和低基数效应推动 PPI 同比涨幅扩大。CPI 偏低暂时无碍货币政策，通胀目标定在 3%左右也给货币政策和信贷政策预留较大施政空间，后续随着内需继续得以修复，叠加海外经济复苏，预计 CPI 与 PPI 将继续向上改善。

- **金融数据：淡季不淡，信贷和社融受需求旺盛推动超预期新增，经济有望继续复苏。**有春节假期的月份通常是信贷投放的淡季，但在实体经济融资旺盛需求热情不减之下，新增信贷和社融规模双双再超预期。企业中长期贷款仍然是新增信贷的主力，贡献超 80%，拉动 2 月新增信贷 1.36 万亿元，同比多增超 50%。银行贷款和非标融资走强，2 月新增社融规模 1.71 万亿元，同比多增 8363 亿元。全球疫情未止，国内经济没有完全企稳，外部需求存在不确定性，整体经济环境不允许宽松政策短期快速退出，不过 2 月金融数据远超预期，后续政策紧缩的预期被放大，融资的结构性特点或将更加突出。

- **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，资金面维持宽松，下周公开市场操作到期有限，关注税期及 MLF 到期情况。**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，完全对冲到期量。资金面整体继续维持宽松态势，各期限利率走势较为平稳。本周高层反复提及 2021 年宏观金融政策将会保持连续性、稳定性和可持续性，同时央行连续等量续作逆回购，综合来看短期内资金市场出现快速转变的可能性仍然不大。下周二 1000 亿元 MLF 到期的续作情况可能会一定程度上反映出中长期货币政策的走向。

- **利率债：基本面偏强，通胀上行，4 月开始进入缴税大月和利率债供给高峰，债市风险仍待释放。**从利率债供需来看，前三个月利率供给偏低，利率债供给压力将会逐步显现。PPI 上行动力仍在，目前通胀可能并不是短期内货币政策关注的重心，通胀可能是债市中期需要关注的风险点从 2 月的金融数据看，社融读数高位回升反映实体融资需求依旧，当前基本面仍偏强。当前债市处于基本面利空+供需结构利好+资金面宽松的短暂平衡态，4 月开始进入缴税大月和利率债供给高峰，可能从社融和流动性两方面对债市提出挑战，叠加较强的经济基本面和通胀，债市仍将承压，我们认为目前债市仍处于动荡期，风险有待进一步释放，做多的机会仍需要观察。

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

- **可转债：权益市场震荡下行，转债市场与权益市场趋势一致但继续抗跌，关注顺周期、逐步起势的复苏逻辑、TMT、高端制造、环保、前期超跌的中高平价券等。**本周权益市场继续处于震荡下行区间，最后两个工作日止跌回升，可转债市场整体趋势与权益市场一致，但全周整体录得上涨行情，抗跌属性继续体现。权益市场已经步入慢涨三部曲中的平静期，预计转债市场将会形成新的均衡态势，无论是过往强势的方向还是近期较为抗跌的方向，均存在机会，找寻值得参与的方向尤为重要，建议关注顺周期、逐步起势的复苏逻辑、TMT、高端制造、环保、前期超跌的中高平价券等。
- **权益市场：核心资产继续拆团，短期或二次探底，关注军工、消费服务及银行等低估值板块。**上周市场表现为先抑后扬，核心资产出现分化，股指有望构建中期底部。本周碳中和概念成为市场新一轮主线，水电股表现优异。近期出口与社融数据的超预期反应出实体经济复苏力度不减，CPI 同比下降与社融的回升指引短期货币政策依旧会保持宽松状态，下周中美最高外交长官会晤有望提升市场整体风险偏好。从中期来看，A 股长牛逻辑依旧存在，短期消化系统性风险有利于 A 股再次向上突破。策略方面，持续关注经济复苏主线，策略方面:业绩超预期的优质成长股、业绩稳定且估值偏低的绩优公司。由于利率上升所带来的资金杠杆成本的上升，高估值成长股承压明显，暂时回避疫情期间领涨大盘的高成长型科技股。行业配置上，建议关注高景气军工产业链、受益于疫情缓解的消费服务业以及地产银行周期等低估值板块。
- **黄金：美财政刺激方案通过引发通胀担忧，金价小幅反弹。**美大规模财政刺激方案在众议院通过并由总统签署，引发市场对通胀反弹的担忧，金价连续下跌后本周小幅反弹。美国 2 月 CPI 录得一年来最大涨幅，但美联储和财政部坚持认为任何通胀的上升都是暂时的，通胀问题将不会成为美联储和美财政部考虑的核心议题，预计通胀水平和美债收益率将继续上升，后续金价或将在 1700 美元上下震荡调整。
- **原油：地缘紧张局势消退和 OPEC+给油市降温下，油价开始回调。**沙特产油设施遭袭影响减退，OPEC+预测需求复苏主要在下半年，给油市降温，加上高位获利了结，油价本周冲高回落。OPEC 和 EIA 均预测原油需求将在下半年明显改善，短期内原油的供给和需求都将保持平稳状态，因此油价或将维持在当前价格水平上下小幅波动。
- **黑色产业链：下游需求改善推动螺纹钢和焦煤价格反弹，但焦炭价格受制于环保和钢厂提降连续下跌。**节后下游行业需求改善，现货市场交易回暖，库存迎来拐点，是螺纹钢期价反弹的主因，短期内在需求支撑下螺纹钢价格或将继续走强。近期部分地区环保政策趋严，焦炭价格持续受到压制，短期将维持震荡运行态势。焦化厂补库存导致对焦煤需求不减，同时焦煤供应保持稳定，加上海关政策未放松，焦煤价格近期有增强趋势。
- **人民币汇率：人民币兑美元汇率急贬之后逐步反弹，中美利差持续收窄，受新发美国国债拍卖情况等因素影响本周美元指数走弱。**本周美国周中国债拍卖总体优于预期，受此影响美国 10 年期国债收益率周中小幅下跌，但于周五再次拉升至年初以来高点，可能是由于当日公布的 2 月份 PPI 高于预期所致。尽管上周美国就业数据仍然好于预期，周中美债收益率走低以及其他发达国家国债收益率上涨一定程度上降低了美元走强的势头，本周美元指数高开低走，周五稍有反弹，但仍低于上周五水平；人民币兑美元汇率周初下跌后逐步反弹。

风险提示：货币政策超预期收紧 信用风险集中爆发

目录

一、 本周重点经济数据分析.....4
1.1 CPI 数据.....4
1.2 社融数据.....6
1.3 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.....12
2.4 可转债分析.....14
三、 主要资产价格分析.....15
3.1 权益市场分析.....15
3.2 黄金市场分析.....18
3.3 原油市场分析.....19
3.4 黑色产业链分析.....19
3.5 人民币兑美元汇率分析.....20

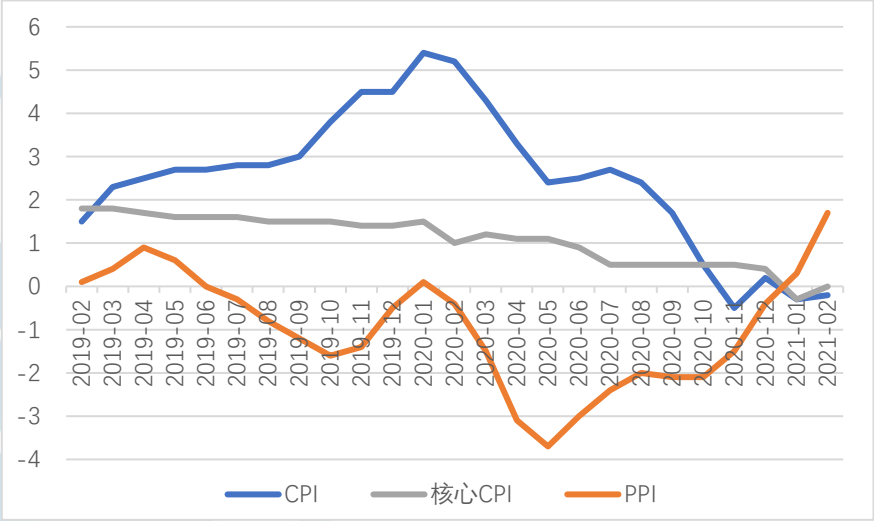
一、 本周重点经济数据分析

1.1 CPI 同比连续下降，通胀因素将无碍货币政策，PPI 上行动力仍强

尽管春节消费回升带来食品价格环比上涨，但猪肉价格快速下行、去年同期高基数等作用下，2 月 CPI 同比仍延续下降，PPI 同比则攀升至 27 个月高位。国家统计局 3 月 10 日发布的数据显示，2 月居民消费价格指数（CPI）同比下降 0.2%，较上月收窄 0.1 个百分点；扣除食品和能源价格的核心 CPI 由上月下降 0.3%转为持平，表明国内需求有一定回暖；工业生产价格指数（PPI）同比上涨 1.7%，涨幅较上月扩大 1.4 个百分点，为 2018 年 11 月以来最高。2 月 CPI 和 PPI 同比均高于市场预期。

通胀数据继续呈现明显的上下游差异性和结构性等特点，当前对货币政策的影响仍为中性。刚结束的两会的报告提出将提高国内消费作为一个政策重点，后续市场需求将继续得以修复，加上海外经济复苏，预计后续 CPI 与 PPI 将继续向上改善，下月 CPI 或将重回正区间，不过由于通胀压力仍较低，通胀因素暂时未影响国内货币政策，两会报告将通胀目标定在 3%左右，也给货币政策和信贷政策预留一定施政空间。

图 1：2 月 CPI 同比下降 0.2%，PPI 上涨 1.4%（%）

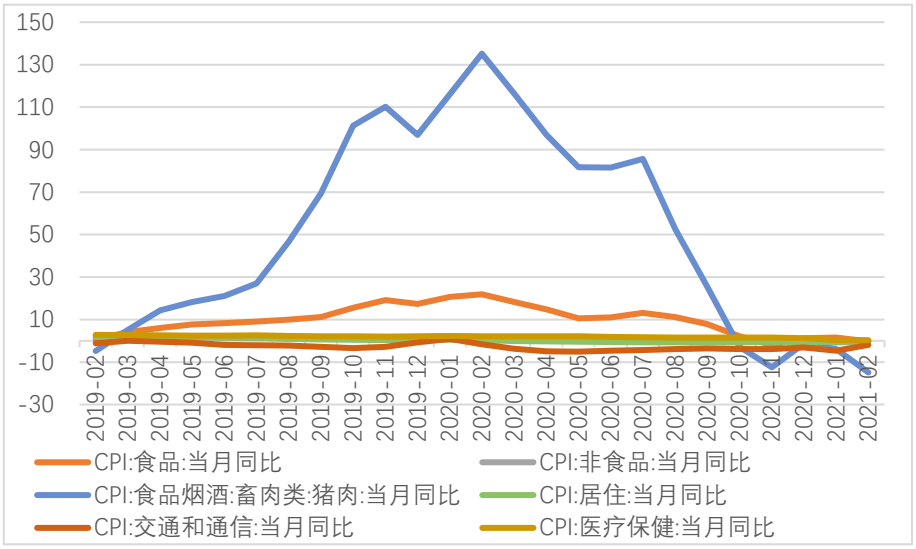


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

节后猪肉、交通价格回落以及基数偏高是 CPI 同比下降的主因。2 月食品价格由上月同比上涨 1.6%转为下降 0.2%，影响 CPI 下降约 0.05 个百分点。食品中，受去年同期基数较高影响，猪肉价格下降 14.9%，降幅较上月扩大 11 个百分点，鸡肉和鸭肉价格降幅也有收窄。非食品中，交通通信价格下降 1.9%，尤其是飞机票价格大降 28.2%，汽油和柴油价格分别下降 5.2%和 5.8%。

不过环比看，2 月 CPI 仍上涨 0.6%，主要由食品价格上涨所致。2 月食品价格环比上涨 1.6%，其中受春节期间消费需求增加、运输成本上升等影响，水产品和鲜果价格分别环比上涨 8.7%和 6.1%。由于生猪出栏持续恢复，猪肉价格环比则由上月上涨 5.6%转为下降 3.1%。

图 2：节后猪肉、交通价格回落及基数高等导致 CPI 同比下降（%）

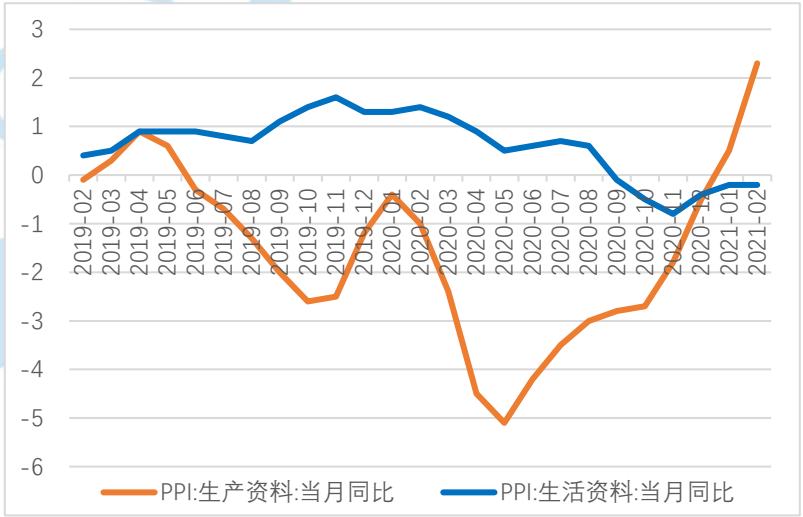


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

得益于需求改善、大宗商品价格攀升和低基数效应的带动，PPI 同比涨幅扩大。2 月 PPI 同比上涨 1.7%，其中生产资料同比上涨 2.3%，较上月提升 1.8 个百分点；生活资料同比下降 0.2%，与上月持平。目前国内经济主动补库存趋势持续，同时在疫苗接种加快以及美国 1.9 万亿美元财政刺激方案基本落地下，市场对全球经济复苏预期比较乐观，大宗商品在 2 月迎来一波上涨潮，受此影响，黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业、煤炭开采和洗选业、化学原料和化学制品制造业等行业价格同比涨幅均出现不同程度扩大。考虑到今年国内和国外经济稳步复苏，实体进入主动补库存时期，后续 PPI 上行动力仍强。

环比看，2 月 PPI 上涨 0.8%，涨幅较上月回落 0.2 个百分点。由于国际原油价格持续上行，2 月国内石油相关行业价格继续上涨。一方面国内需求上升，另一方面有色金属价格不断上涨，导致国内黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业等相关行业价格环比均出现了上涨。

图 3：PPI 同比涨幅扩大，生产资料涨幅提高，生活资料降幅持平（%）



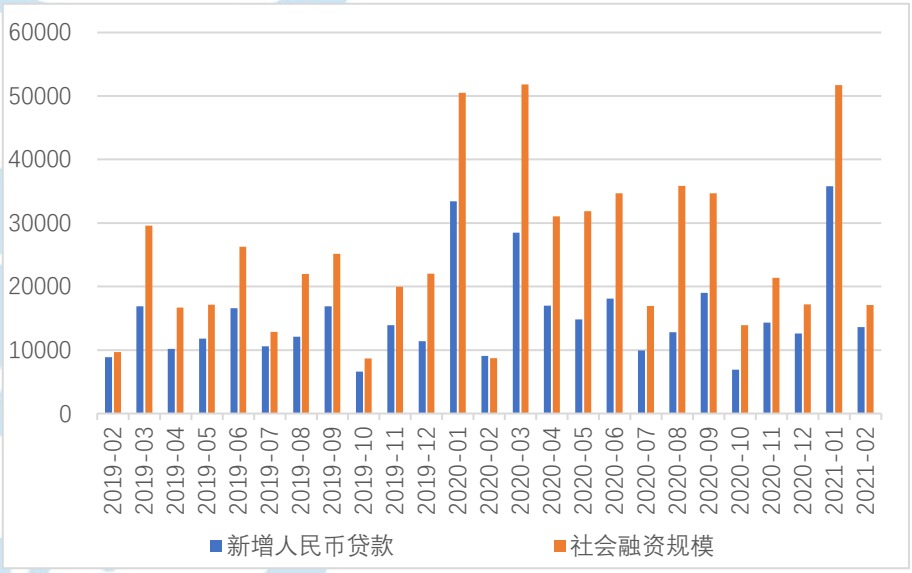
资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.2 淡季不淡，信贷和社融受需求旺盛推动超预期新增，经济有望继续复苏

有春节假期的月份通常是信贷投放的淡季，2 月金融数据较 1 月大幅下滑，但实体经济融资旺盛需求热情不减下，2 月新增信贷和社会融资规模双双再超预期，经济有望继续复苏。央行 3 月 10 日公布的金融数据显示，2 月新增人民币贷款 1.36 万亿元，环比较 1 月 3.56 万亿元减少超 60%，同比较去年同期 9057 亿元却增加超 50%；社会融资规模新增 1.71 万亿元，比上年同期多 8363 亿元。2 月信贷和社融数据均远超市场预测值。1-2 月合并，新增人民币贷款 4.94 万亿，新增社会融资规模 6.88 万亿，均强于去年同期（分别同比多增 6940 亿和 9570 亿）。此外，2 月广义货币供应量（M2）同比增长 10.1%，较上月上升 0.7 个百分点；狭义货币供应量（M1）同比增长 7.4%，加上月大幅下降 7.3 个百分点，两者也超出市场预期。

全球疫情未止，国内经济没有完全企稳，外部需求也存在不确定性，整体经济环境不允许中国宽松政策快速退出，刚结束的两会报告就提出今年将保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯。不过国内经济持续回暖，2 月金融数据比预期高不少，也让市场对后续政策紧缩的预期放大，预计政策的结构性特点或将显现，对房地产市场高压态势不会改变，但对实体经济尤其是关键领域的融资需求则会提供更大支持。

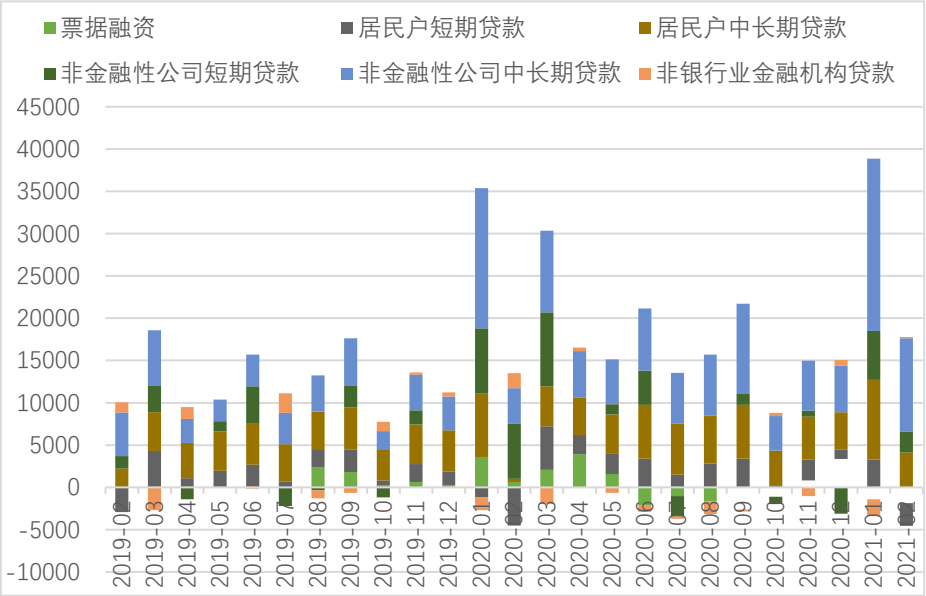
图 4：2 月信贷和社融规模新增超市场预期（亿元）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

企业中长期贷款仍然是新增信贷的主力，企业中长期贷款贡献了新增信贷的 80%以上。2 月新增人民币信贷 1.36 万亿，同比多增 4543 亿。从信贷结构来看，企业新增信贷 1.2 万亿，同比多增 700 亿，其中新增中长期信贷 1.1 万亿，同比多增 6840 亿，大幅走强，抵消了票据融资缩减的 1855 亿，而企业新增短期信贷仅 2497 亿，同比大幅少增 4050 亿。信贷同比大幅新增的主因是银行向实体企业提供了更多的长期贷款，尽管政府限制了房地产业的贷款，但对制造业和基础设施投资的信贷支持强化，也表明随着企业经营活动反弹，信贷需求正在回暖。居民中长期信贷也较为抢眼，2 月新增 4113 亿元，同比多增 3742 亿元，反映 2 月房地产销售仍强，背后也有部分银行可能预计房地产政策将进一步收紧而提前放贷的原因，而近期监管部门严查贷款违规进入楼市股市，预计影响将在后续数据中体现。

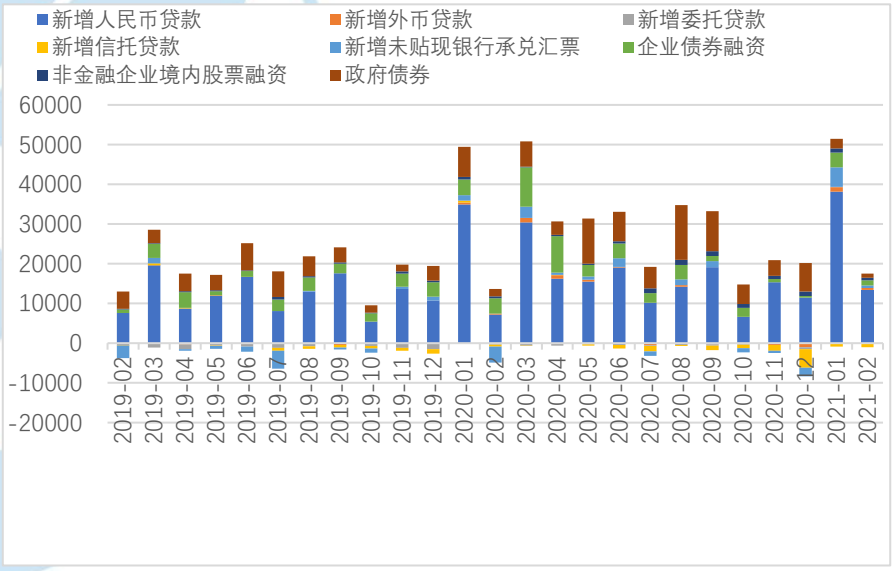
图 5：企业中长期贷款是新增信贷的主力，占比超 80%（亿元）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

银行贷款和非标融资走强，拉动新增社融同比大幅反弹，同样超出预期。2 月新增社会融资规模 1.71 万亿，同比多增 8363 亿元，且增量主要来自信贷市场、非标和股票，债券市场融资则大幅缩水。具体看，对实体经济发放的信贷 13864 亿元，同比多增 6423 亿元；非标融资减少-396 亿元，同比少减 4461 亿元；企业债券融资 1306 亿元，同比少增 2588 亿元；企业股票融资 693 亿元，同比多增 244 亿元；政府债券融资 1017 亿元，同比少增 807 亿元。企业经营活动较快恢复常态，房地产销售稳健，“就地过年”政策，是社融增量的主要原因，而政府融资回落的主要原因是政府没有提前下达新增额度。

图 6：银行贷款和非标融资走强，拉动新增社融同比大幅反弹（亿元）

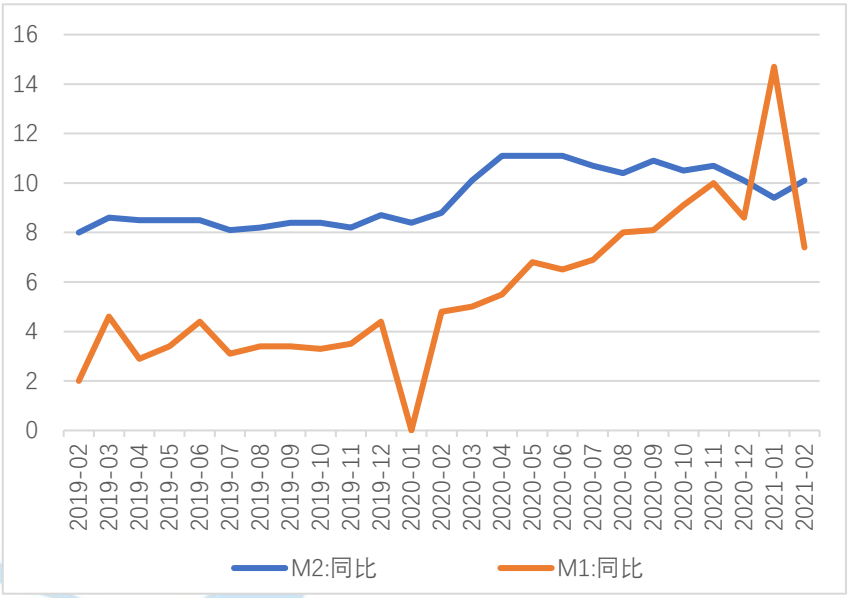


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

货币供给同样远超预期。2 月 M2 同比增长 10.1%，再次回到二位数增速，较上月上升 0.7 个百分点；M1 同比增长 7.4%，较上月放缓 7.3 个百分点。2 月新增存款 1.15 万亿元，同比多增 1294 亿元，存

款派生是导致 M2 同比增速高于市场预期的主因，而 M1 增速明显放缓，主要源于节前工资结算和奖金发放，存款会大幅由企业部门转向住户部门。

图 7：2 月 M2 同比增长 10.1%，M1 同比增长 7.4%（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.3 每周要闻

1、《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》发布

第十三届全国人民代表大会第四次会议审查了国务院提出的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要（草案）》，会议同意全国人民代表大会财政经济委员会的审查结果报告，决定批准这个规划纲要。

会议认为，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，全党全国各族人民砥砺前行、开拓创新，“十三五”规划目标任务胜利完成，全面建成小康社会取得伟大历史性成就，决战脱贫攻坚取得全面胜利，中华民族伟大复兴向前迈出了新的一大步。这充分彰显了中国共产党领导和中国特色社会主义制度优势，将激励全党全国各族人民再接再厉，向实现第二个百年奋斗目标继续奋勇前进。会议要求，“十四五”时期要高举中国特色社会主义伟大旗帜，深入贯彻党的十九大和十九届二中、三中、四中、五中全会精神，坚持以马克思列宁主义、毛泽东思想、邓小平理论、“三个代表”重要思想、科学发展观、习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的基本理论、基本路线、基本方略，统筹推进经济建设、政治建设、文化建设、社会建设、生态文明建设的总体布局，协调推进全面建设社会主义现代化国家、全面深化改革、全面依法治国、全面从严治党的战略布局，坚持稳中求进工作总基调，准确把握新发展阶段，深入贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，推动高质量发展，统筹发展和安全，推进国家治理体系和治理能力现代化，实现经济行稳致远、社会安定和谐，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。

3 月 12 日，新华社发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》全文。

2、国金证券辟谣被京东 15 亿美元收购

去年，国联证券原本要吸收合并国金证券，却因为该消息提前泄露，有部分资金在双方发布公告前“埋伏”入股，涉嫌内幕交易，后叫停并购。3 月 12 日下午，有媒体报道称，“京东正就收购国金证券部分或全部股权进行谈判，价值高达 15 亿美元。”随后，原本下跌的国金证券股价迅速拉升，触及涨停

板。对此，国金证券向《每日经济新闻》回应称，“以公告为准。”这样的回复，给了市场不少想象空间，国金证券股价仍较为“激动”。大约三十多分钟后，国金证券向《上海证券报》正式回复：经向控股股东了解，上述消息不属实，公司将保留对散布不实信息者追究法律责任的权力。国金证券股价紧接着迎来小幅回调。截至收盘，其股价为 14 元/股，涨幅 8.53%。

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，关注下周 MLF 到期续作情况

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 15 日至 3 月 19 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。下周二将有 1000 亿元一年期 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	0	0	0	0	0
MLF（回笼）366D	0	0	0	0	0
央行票据 3 个月	0	0	0	0	0
国库现金定存	0	0	0	0	0
净投放	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 12 日，央行已连续 10 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，各期限利率走势较为平稳，7d 虽已跨缴税日，但成交利率波动不大。银行间回购利率 R001 和 R007 加权平均降至 1.8247%、2.0650%；交易所回购利率 GC001 和 GC007 加权平均升至 1.7580%、1.9830%。

表 2：本周货币市场利率（%）

市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	1.7479	2.0304	1.7825	1.8349	1.8247
	R007	2.0465	2.0366	2.0379	2.0509	2.0650
	R014	2.2972	2.3106	2.2955	2.3180	2.3280
	R021	2.8735	2.9475	2.8364	2.8110	2.7580
	R1M	2.6476	2.7020	2.7226	2.7308	2.7089
上交所协议回购	206001	4.3080	4.6360	4.4920	4.3780	4.1900
	206007	4.1000	4.4430	4.1190	4.3810	4.1900
	206014	4.7930	4.7280	4.9590	4.7160	5.0600
	206021	6.1840	5.9680	6.0880	5.3690	5.7210
	206030	5.0720	6.3010	5.4290	6.2260	5.4490

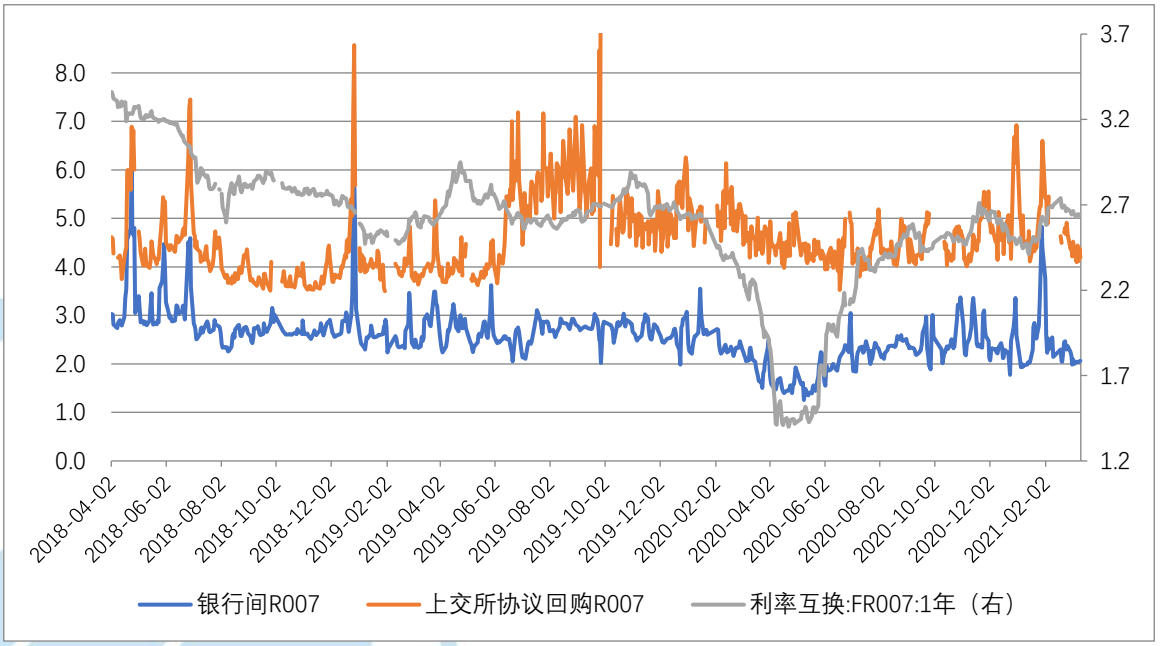
利率互换定盘：1Y	FR007	2.6292	2.6447	2.6364	2.6435	2.6463

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，关注税期及 MLF 到期情况

本周高层反复提及 2021 年宏观金融政策将会保持连续性、稳定性和可持续性。同时，新出炉的 2 月份金融数据也好于预期，说明货币政策确实没有急转弯。同时央行连续等量续作逆回购，表现出维护资金市场稳定的态度，综合来看短期内资金市场出现快速转变的可能性仍然不大。相比之下货币市场中长期不确定性较大，下周二 1000 亿元 MLF 到期的续作情况可能会一定程度上反映出央行中长期货币政策的走向。

图 8：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

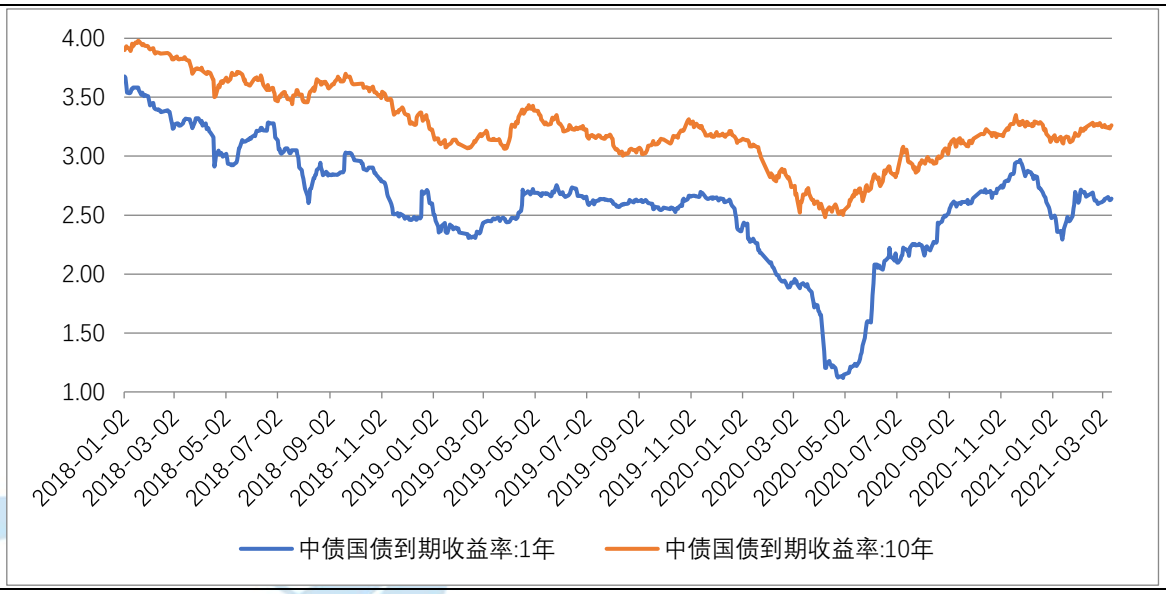
2.2 利率债走势分析：基本面偏强，通胀上行，4 月开始进入缴税大月和利率债供给高峰，债市风险仍待释放

1）利率债走势复盘：金融数据及通胀数据对债市偏空，但是宽松的资金面使得债市反应钝化

本周资金面依旧宽松，金融数据及通胀数据超预期并未给债市带来太大影响，权益市场重拾涨势，股债跷跷板效应再现。具体如下，周一，央行开展 100 亿元逆回购操作，当日到期 100 亿，净投放为 0，上周末，沙特石油重镇港口遭袭，布伦特原油期货突破 70 美元，此外，10 年美债收益率前一夜上进一步上行至 1.62%，突破了 2 月 25 日最高的 1.61%。受此影响，国内债市收益率小幅高开高走，之后在股市下跌的影响下，现券收益率下行；周二，公开市场净操作继续为 0，国内长债收益率微幅高开高走；随后股市开盘，股债跷跷板再现，午盘股市稳步抬升，债市下跌，午后股市转跌，债市上涨，收盘时稍有反复，较昨日也仅微幅上行；周三，公开市场净投放依旧为 0，当天公布了 PPI、CPI，以及贷款、社融等宏观数据，均好于预期，对债券市场来说是明显的利空，但在资金面持续宽松的环境下，投资者对于这些利空消息钝化，当日长债收益率继续小幅下行；周四，美债收益率明显下行，备受关注的 10 年美债一级发行结果与二级市场基本持平，未引起市场恐慌，国内债市收益率在早盘微幅下行后便开始横盘震荡，股市在美债收益率下行的提振下迎来反弹，债市有所承压，收益率上行；周五，公开市场净操作为 0，资金面继续宽松，

前一日美国国会通过 1.9 万亿美元新冠纾困救助法案后，美国总统拜登次日便签署生效，美国人将从本周末开始收到支票，长债收益率在 10 年美债收益率再度突破 1.6%的影响下小幅上行。

图 9：本周 10 年期国债收益率上行（%）

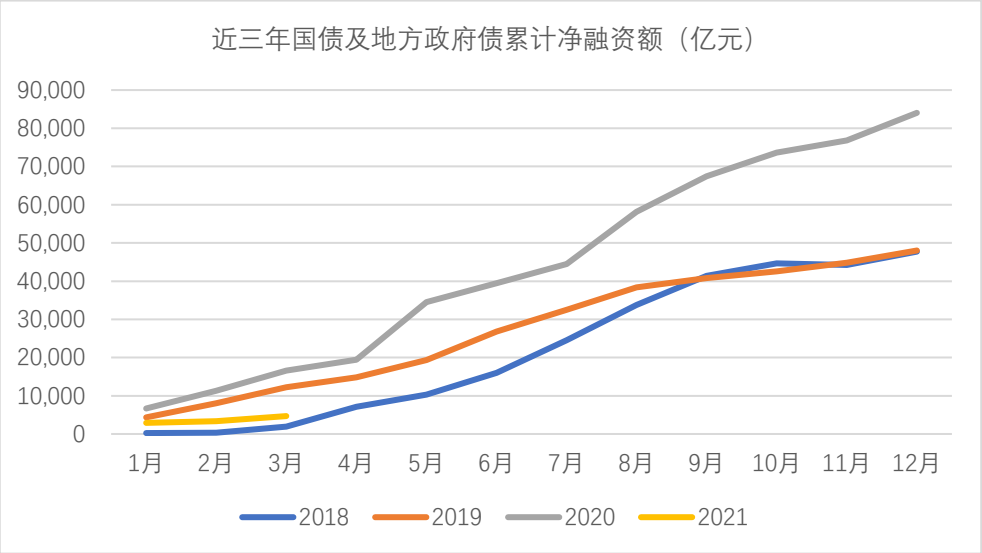


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）利率债展望：债市仍处于动荡期，风险有待进一步释放，做多的机会仍需要观察

从利率债供需来看，前三个月利率供给偏低，利率债供给压力将会逐步显现。从下图可以看出，即使剔除掉供给规模和节奏较为异常的 2020 年，今年到目前为止，国债、地方债的净融资都偏低。国债、地方债的总供给都是明牌，今年的净供给量肯定是多于 2019 年的，不过今年的增量水平，到目前为止，明显低于 2019 年。国债、地方债到目前为止供给偏少一定程度上可能反映了财政方面的谨慎。今年地方债提前批的额度下发时间偏晚，可能与去年的专项债资金有所结余有关，也可能由于监管更加关注资金的使用方向，侧面反映对于财政资金的使用越来越谨慎。供给只会迟到不会缺席。短期的供给缺位叠加风险偏好回落，以及春节效应混淆基本面的解读，助力了阶段性债市行情，但从中期看，是加大了波动。

图 10：年初以来利率债供给偏低



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

PPI 上行动力仍在，目前通胀可能并不是短期内货币政策关注的重心，通胀可能是债市中期需要关注的风险点。一方面，3 月 4 日欧佩克+宣布 4 月将继续维持减产政策，目前国际原油价格的上行仍然看不到拐点；另一方面，美债收益率的持续上行叠加美国 1.9 万亿财政刺激计划的通过则进一步强化了全球的通胀预期。因此认为未来 PPI 同比增速继续上行的可能性较大。

从 2 月的金融数据看，社融读数高位回升反映实体融资需求依旧，当前基本面仍偏强。社融增速在连续 3 个月的回落后出现小幅反弹，新增信贷超预期走强是带动社融读数高位回升的主要原因，反映出目前实体融资需求依然较为旺盛。

当前债市处于基本面利空+供需结构利好+资金面宽松的短暂平衡态，4 月开始进入缴税大月和利率债供给高峰，可能从社融和流动性两方面对债市提出挑战，叠加较强的经济基本面和通胀，债市仍将承压，我们认为目前债市仍处于动荡期，风险有待进一步释放，做多的机会仍需要观察。

2.3 存单与信用债分析：信用债一级发行继续升温，各期限收益率多数下降

1）一级市场发行：存单发行量与上周基本持平，信用债净融资额环比大幅增长

同业存单方面，本周同业存单发行量约 7,372.50 亿元，较上周环比下降 0.54%，到期量约 5,179.20 亿元，环比增长 21.04%，净融资额为 2,193.30 亿元，环比下降 28.18%。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 5.14bp 报 2.6065%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 6.53bp 报 2.7262%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 6.33bp 报 2.9939%，9M 存单平均发行利率较上周下行 1.38bp 报 3.0208%。

信用债方面，一级市场信用债发行量、净融资额环比大幅增长。本周非金融企业短融、中票、企业债和公司债合计发行约 3,605.35 亿元，较上周环比增长 44.86%，到期量约 2,342.96 亿元，环比增长 17.15%，净融资额为 1,262.39 亿元，环比增长 158.23%。

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，AAA 级 3 年期、AAA 级 5 年期收益率分别上行 0.44bp、0.9bp，其余各期限和各评级信用债收益率下行 0.1～3.5bp 不等，其中 AAA 级 1 年期（-3.49bp）、AA+级 1 年期（-1.48bp）收益率下行幅度最大。

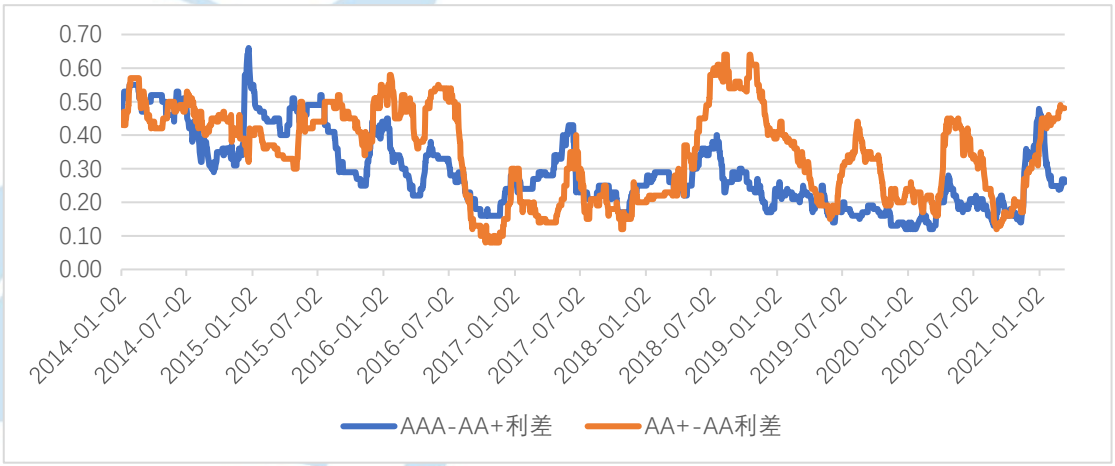
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	3.086	21.50%	-1.48
信用债(AAA)：3 年	3.642	30.00%	0.44
信用债(AAA)：5 年	3.823	25.10%	0.90
信用债(AA+)：1 年	3.285	19.20%	-3.49
信用债(AA+)：3 年	3.901	32.10%	-0.56
信用债(AA+)：5 年	4.142	25.90%	-0.10
信用债(AA)：1 年	3.705	31.70%	-0.49
信用债(AA)：3 年	4.381	37.60%	-0.56
信用债(AA)：5 年	4.642	29.10%	-0.10

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，各评级信用利差变动不大，AAA 与 AA+之间利差较上周收窄 1bp 至 26bp，AA+和 AA 之间的利差与上周基本持平，仍为 48bp。

图 11：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，城投债信用利差较上月收窄 3.52bp，处于 2013 年以来的 40%历史分位数水平；产业债中汽车（+17.15bp）、食品饮料（+9.87bp）、煤炭开采（+7.02bp）、港口（+1.43bp）、钢铁（+1.07bp）、国防军工（+0.80bp）、采掘（+0.62bp）7 个行业信用利差走阔，其余 29 个行业利差收窄，其中电力、公用事业、纺织服装、通信、机械设备、专用设备和综合行业利差收窄幅度大于 5bp，计算机（99%）、轻工制造（97%）、汽车（95%）、农林牧渔（95%）、钢铁（94%）、电气设备（81%）行业利差处于较高历史分位数水平。

区域利差方面，吉林（+9.34bp）、云南（+6.30 bp）、辽宁（+6.26 bp）、黑龙江（+5.28 bp）、贵州（+4.95 bp）、江西（+3.15 bp）、新疆（+2.19 bp）、甘肃（+1.59 bp）、安徽（+0.65 bp）、山东（+0.51 bp）城投债信用利差较上周有所走阔，其余省份信用利差收窄，以广西（-8.35bp）、青海（-6.22bp）、江苏（-5.60bp）、陕西（-5.20bp）四省信用利差收窄幅度最大。

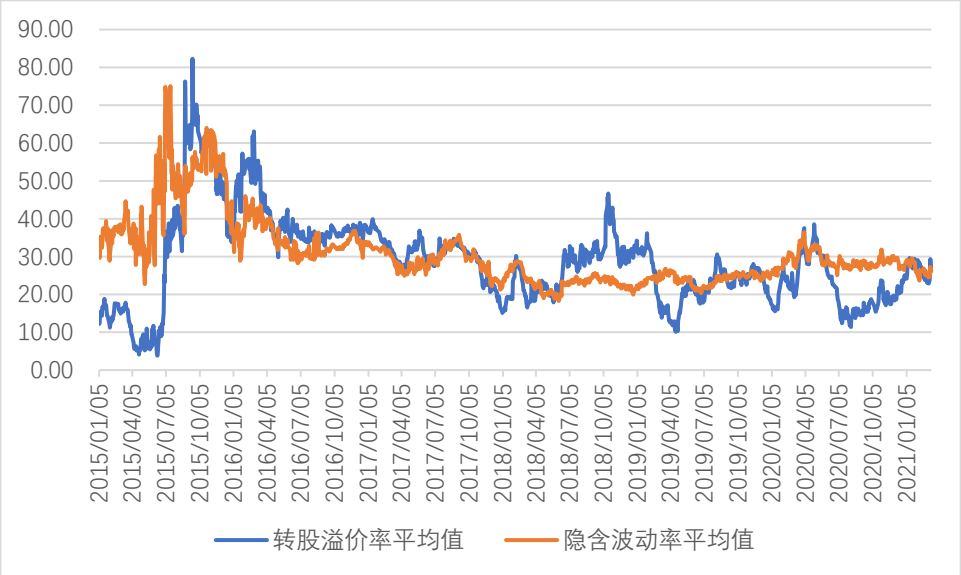
2.4 可转债分析：权益市场震荡下行，转债市场与权益市场趋势一致但继续抗跌，关注顺周期、逐步起势的复苏逻辑、TMT、高端制造、环保、前期超跌的中高平价券等

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但继续抗跌

本周权益市场继续处于震荡下行区间，周四、周五两个交易日沪、深股指连续上涨，迎来止跌回升行情，全周看上证指数本周收于 3453.08 下跌 1.40%，深证成指本周下跌 3.58%，创业板指本周下跌 4.01%，中小板指本周下跌 5.05%。可转债市场整体趋势与权益市场一致，但全周整体录得上涨行情，抗跌属性继续体现，本周上证转债上涨 0.26%至 328.71，深证转债上涨 0.48%至 259.72，中证转债上涨 0.32%至 368.34，其中，联泰转债、康隆转债、东时转债、华菱转 2、九洲转债等领涨，小康转债、文灿转债、隆 20 转债、奥佳转债、欣旺转债等领跌，高平价和超高平价转债止跌反弹，较中、低平价券表现相对较好。一级方面，傲农转债、拓斯转债、华自转债、震安转债四只转债发行，普利转债、英特转债两只转债上市。

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和隐含波动率均显著上升。

图 12：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：权益市场已经步入慢涨三部曲中的平静期，转债投资找寻值得参与的方向尤为重要，关注顺周期、逐步起势的复苏逻辑、TMT、高端制造、环保、前期超跌的中高平价券等

权益市场已经步入慢涨三部曲中的平静期，市场有底有压，期间将呈现经济延续稳步改善、政策平稳、大小风格平衡三大特征。外部方面，货币宽松边际变化的预期压制美股估值，预计美股本轮有 10%左右的调整空间，影响国内权益市场投资者情绪。内部方面，权益市场市场流动性仍处于紧平衡状态，机构端资金流入节奏更平稳。

随着波动的延续，预计转债市场将会形成新的均衡态势，无论是过往强势的方向还是近期较为抗跌的方向，均存在机会，换而言之，在机会扩散且分散化的背景下，找寻值得参与的方向尤为重要。首先基于资产配置的框架，顺周期的超额收益并未完结，只要逻辑未被破坏这一方向仍然值得重点关注。顺周期的下半场重点关注的方向是有色、能化、农产品、黑色系等几大方向中的部分品种，重点从供给格局着手，供给较差限制较多的方向更值得长期持有。此外碳中和这一主题也是当前持续发酵的方向。其次正在逐步起势的复苏逻辑这一主线预计会在中期维度成为市场取得收益的重要方向。随着疫情顶部的

临近，疫情退出的交易逻辑值得专注，建议重点关注交通运输、餐饮文娱、旅游酒店等板块。最后随着市场极端风格行情的再均衡，从盈利弹性角度和产业政策、稳健型等视角去寻找潜在布局方向，建议重点关注 TMT、高端制造、环保方向下的高性价比标的。

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、环保方向下的高性价比标的；（4）连续两周的调整行情后，中证转债指数翻红，建议关注前期超跌的中高平价券。

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：核心资产继续折团，短期或二次探底 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——股指超跌反弹，短期或二次探底

本周市场先抑后扬，连续暴跌出清恐慌盘后引发强势反弹，短期累计跌幅过多的医药与消费板块率先反弹。上证综指最终报收 3453.08 点，下跌 1.4%，股指向下击破 3500 点引发恐慌抛售。同期深证成指和创业板分别下跌 3.58%和 4.01%。三大股指收带长下影线的实体阴线，抄底资金获利了结后预计迎来二次探底。量能方面，两市成交 4.34 万亿，环比温和缩小。

盘面上，市场持续结构性分化，核心资产继续杀估值。本周沪深 300 下跌 2.21%，中证 500 下跌 2.98%，中小盘股有有补跌迹象。本周碳中和概念受益标的依旧表现强势，电力、钢铁、铝产业链龙头在震荡中突破前期高点，水电股本周成为新焦点。本周北向资金合计买入 66.14 亿元，外资重新实现净流入。行业方面，30 个中信一级行业 8 个实现上涨，电力及公用事业、钢铁、煤炭分别上涨 4.6%、4.5%和 2.89%。22 个行业下跌，国防军工、电子及计算机分别下跌 10.75%、6.43%和 6.40%。从 A 股市场总体表现看，本周核心资产出现暴力反弹，下周有望二次探底后构建中期底部，预计错杀的核心资产将率先走出底部。

图 13：上证综指大幅震荡 短期或二次探底



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上涨，道指本周上涨 4.07%，报 32778.6400 点，纳指本周上 3.09%，报 1319.8600 点，标普 500 指数本周上涨 2.62%，报 3943.3400 点。

本周三大指数均处于上涨趋势，仅纳指于周五出现了小幅下跌。美 1.9 万亿美元纾困法案于本周通过众议院并由美总统拜登签字。本周美国新发国债情况好于预期，美国国债收益率出现了短时间的下跌，但是于本周五快速反弹 10bp 至年初以来高点，可能是当日公布的美国二月份 PPI 数据超预期所致。上周就业数据仍好于预期，表明美国经济仍处于较快恢复阶段。受各个因素综合影响美股投资风格逐步由科技公司股票向可能从经济复苏收益的周期性公司。尽管随周中美股投资者风险偏好短时上调，但随着本周五美国国债收益率的拉升美国科技股再次遭到抛售。

图 14：美股三大股指均上涨



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——核心资产继续折团，短期或二次探底，关注军工、消费服务及银行等低估值板块。

展望后市，市场仍有短期压力。上半周的连续暴跌出清了部分恐慌盘，但反弹期间量能尚未有效放大，预计抄底资金获利了结后将再次向下二次探底，而中证 500 为代表的中小盘股本周出现了补跌状态，无法有效承接核心资产下跌所带来的抛压，市场将再次考验前期低点。

不过，从中期看三大因素仍将继续支撑 A 股。其一，进出口与社融数据指向宏观经济持续向好的态势未变。根据海关总署统计，今年前 2 个月，我国货物贸易进出口总值 5.44 万亿元人民币，比去年同比增长 32.2%，出口同比增长 60.6%，进口同比增长 22.2%。我国外贸再创佳绩，顺差再创新高，远超市场预期，预计短期外贸形势有望延续良好态势。近期央行发布 2 月金融数据，2 月新增人民币贷款 1.36 万亿，新增社融 1.71 万亿，社融同比增速为 13.3%。新增信贷明显强于预期，反映出实体融资需求较为强盛，经济活力可观。

其二，短期货币政策大幅收紧概率不大。2 月广义货币 M2 同比增速为 10.1%，环比增加 0.7%，同比增加 2.3%，同比大幅回升。据国家统计局统计，2 月份 CPI 居民消费价格同比下降 0.2%，环比上涨 0.6%。同比数据下跌主要因素为食品价格去年同比较高，本月同比有所下降，食品中猪肉的需求再节后有所回落，价格缓慢下行。预计未来 CPI 将围绕 0 轴运动。

此外，美中最高外交官员订于 18 日会晤，有利于 A 股市场的风险偏好提升。美国白宫表示，国务卿布林肯将于 3 月 18 日在阿拉斯加会见中国高级官员，这将是拜登政府上台以来，两国之间的首次高层面对面接触。中美关系有望再次进入窗口期，提振市场风险偏好，有利于 A 股市场的平稳运行。

本周资金情绪触底反弹，北上资金再次抄底。本周北向资金合计买入 66.14 亿，环比转正。截止周四的两融数据，本周融资净卖出 137.62 亿元，内资情绪略有下降。本周 Wind 茅指数下跌 1.90%，量能较上周略有提高，形态收长下影线，周内实现强反弹，多空分歧加大，核心资产出现分化。本周基金抱团股有初步企稳迹象，短期累计跌幅过大的高确定性医疗与消费龙头股率先实现反弹。

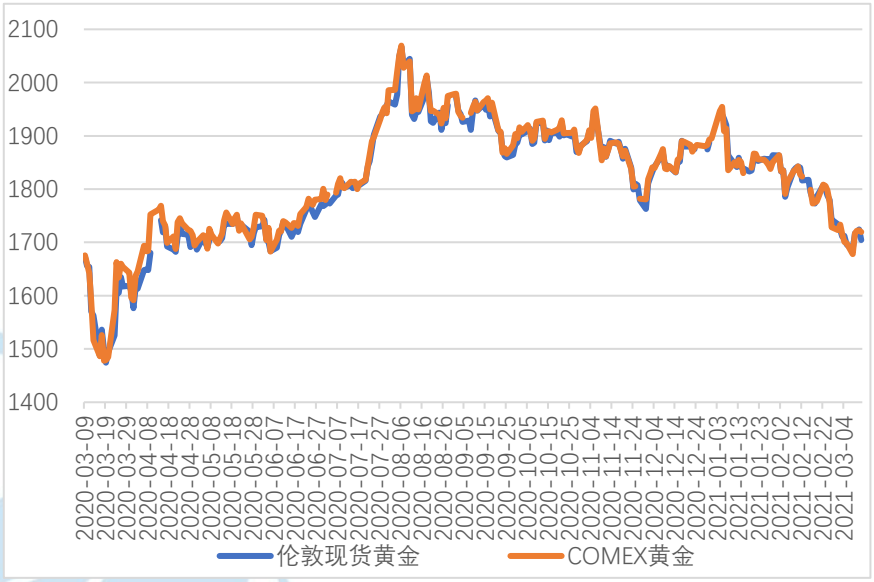
综合看，短期 A 股或呈震荡走势，波动率逐渐变小。中期方面，受益于国内经济持续复苏和居民财富配置的转移，当市场消化阶段性估值泡沫后，有利于 A 股再次向上突破。策略方面，持续关注经济复苏主线：业绩超预期的优质成长股、业绩稳定且估值偏低的绩优公司。由于利率上升所带来的资金杠杆成本的

上升，高估值成长股承压明显，暂时回避疫情期间领涨大盘的高成长型科技股。行业配置上，建议关注高景气军工产业链、受益于疫情缓解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：美财政刺激方案通过引发通胀担忧，金价小幅反弹

周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日下跌 19.45 美元，或-1.13%，收报于 1704.8 美元/盎司，不过全周看却上涨 0.5%；美国 COMEX 黄金期货结算价下跌 2.8 美元，或-0.16%，收报于 1719.8 美元/盎司，全周累计涨幅 1.25%。此前金价已连续三周下跌，金价本周涨幅为七周来最大。

图 15：本周金价小幅上涨（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

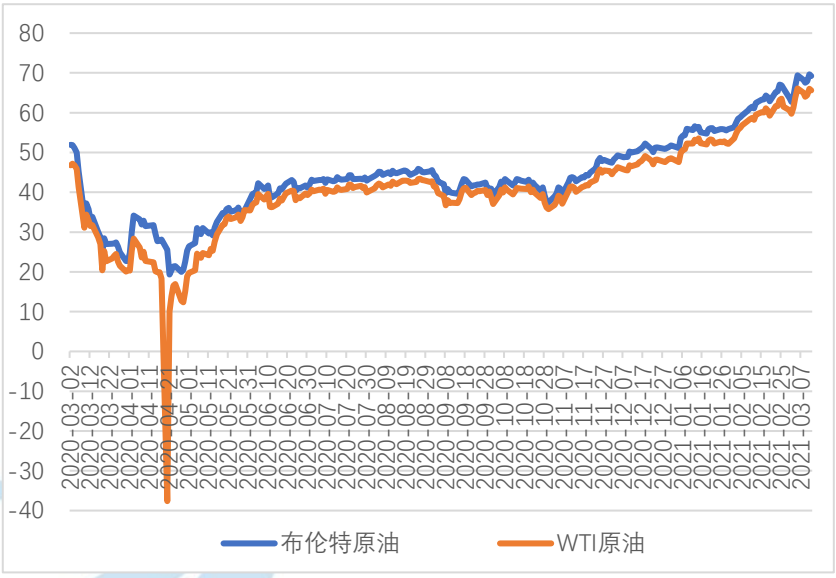
美国新政府提出的 1.9 万亿美元财政刺激方案在众议院通过并由总统签署，引发市场对通胀反弹的担忧，金价连续下跌后本周小幅反弹。美国总统拜登周四将 1.9 万亿美元新冠纾困法案签署为法律，并称将加快疫苗接种，努力使美国在 7 月 4 日前恢复正常。美国财政部表示 1.9 万亿美元疫情救助计划的第一批 1400 美元补贴将在本周末直接存入美国人的银行账户，未来数周还将通过直接存款以及邮寄支票或借记卡的方式发放更多批次的补助。疫苗方面，拜登希望继续加快疫苗接种速度，他认为能够在 60 天内发放 1 亿剂疫苗。随着纾困法案中的金融刺激措施实施和越来越多的人接种疫苗，市场对经济复苏持更加乐观情绪，加上公布的就业数据显示上周初请失业金人数降至四个月低点，市场认为经济正在复苏，并担忧通胀会持续发生，美元小幅贬值，从而推升金价，不过美国 10 年期国债收益率也同时拉升至 1.642%的逾一年高点，也令金价涨幅有限。

短期金价或将在 1700 美元上下震荡调整。尽管美国 2 月 CPI 录得一年来最大同比涨幅，但美联储坚持认为任何通胀的上升都是暂时的，针对紧缩的金融状况还不值得采取行动，美国财长也认为美国总统拜登 1.9 万亿美元纾困计划将提供足够的能量推动美国经济“非常强劲”地复苏，并认为不会发生经济过热引发通胀问题，美国长债收益率上扬仅是市场预期经济将更为强劲复苏的迹象，而非通胀疑虑升温。因此短期内，通胀问题将不会成为美联储和美财政部考虑的核心议题，加上目前通胀水平仍较低，预计通胀和美债收益率将同时上升，后续金价或将持续震荡，将收在 1700 美元左右，直到美债收益率达到一个新的均衡水平。

3.3 原油市场分析：地缘局势紧张消退和 OPEC+给油市降温下，油价开始回调

周五，布伦特原油期货合约结算价较前一交易日下跌 0.41 美元，或-0.59%，收报于每桶 69.22 美元，全周累计跌幅 0.2%；美国 WTI 原油期货合约结算价下跌 0.41 美元，或-0.62%，收报于每桶 65.61 美元，全周累计跌幅 0.73%。

图 16：油价大涨后本周小幅回调（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

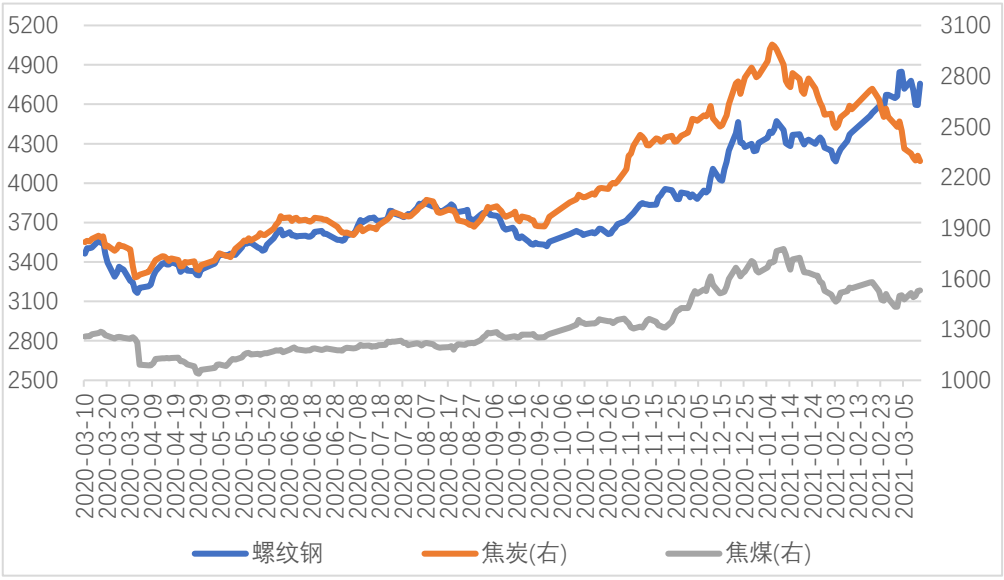
沙特产油设施遭袭影响减退，OPEC+预测需求复苏主要在下半年，从而给油市降温，加上高位获利了结，油价本周冲高回落。上周末沙特石油设施遭袭消息冲击油市，布伦特原油周一升破 70 美元/桶，美国原油也创下 2018 年 10 月下旬以来新高 67.98 美元/桶，为疫情爆发以来首现。也门胡塞武装上周日向沙特石油产业的中心地带派出无人机并发射导弹，遇袭地区包括沙特阿美在拉斯坦努拉一处设施，这一设施对沙特石油出口至关重要。但沙特称这是一次失败袭击，未对沙特石油生产及出口造成实质影响，勿队全球能源安全担忧，地缘局势降温带动油价冲高回落。此外，OPEC 周四发布的月度报告称，石油需求的复苏将集中在今年下半年出现，并下调了对上半年的需求预测，打消了当前市场部分乐观情绪，从而对油价上涨带来一定承压。

需求短期内不会明显增加，油价或将维持在 65-70 美元之间。在连续数十天的严寒天气迫使生产设施关闭后，美国原油库存大幅下降，EIA 公布的库存数据显示，上周美国汽油库存超预期下降。但这并没有进一步推升油价，说明市场对当前油价所处水平持更谨慎态度。在 OPEC 预测需求将在下半年才能增加后，市场研究机构也普遍认为，即使疫苗接种计划成功，对原油的积压需求预计到夏季才能得到释放，短期内原油的供给和需求都将保持平稳状态，因此油价将维持在当前价格水平上下小幅波动。

3.4 黑色产业链分析：下游需求改善推动螺纹钢和焦煤价格反弹，但焦炭价格受制于环保和钢厂提降连续下跌

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周五每吨上涨 39 元，收报于 4757 元/吨，涨幅 0.83%；焦炭价格每吨下跌 72 元，收报于 2298 元/吨，跌幅 3.04%；焦煤价格每吨上涨 54 元，收报于 1532 元/吨，跌涨幅 3.65%。

图 17：螺纹钢和焦煤期价连续上涨，焦炭价格连续下跌（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

节后下游行业需求增强，现货市场交易回暖，库存迎来拐点，是螺纹钢期价反弹的主因。节后在信贷力度大幅增强下，螺纹钢下游生产企业对原材料的需求明显回暖，钢材现货市场继续延续回暖态势，市场成交明显放量。市场对于需求是否证伪的担忧在产量回升、库存却迎来拐点的情况下明显减退，螺纹周产量继续回升，总库存连续第十周增加，社库首次由升转降，库存峰值或拐点预计在下周出现。本周螺纹钢产量 348.81 万吨，较上周增加 11.07 万吨；总库存（厂库+社库）1831.76 万吨，较上周增加 5.71 万吨，累库继续但幅度明显下降，这主要依赖于社库的下降；表观消费量 343.1 万吨，增加 94.61 万吨。预计短期内螺纹钢期价或将再次由弱转强。

焦炭期价在环保政策趋严下持续受到压制。焦炭现货方面，部分地区两会期间限产政策趋严，如河北唐山和石家庄地区，加上需求下降明显，部分钢厂按需采购并开始第四轮提降，但供给方面，随着部分焦化厂复产，同时新建产能投放，焦企开工率继续上升，焦炭供应增加，供需一增一降抑制了焦炭的价格，导致焦炭库存大幅增加，焦炭或震荡运行。

需求不减下，焦煤期价或将跟随螺纹钢价格震荡偏强运行。焦煤现货价格暂稳，焦煤期货震荡反弹，主要是受黑色整体情绪带动，自身供需矛盾不大，下游焦企多以按需采购为主。两会期间焦煤生产供应略受影响。进口方面，蒙煤继续恢复，澳煤通关仍受限，港口焦煤库存继续下降，对焦煤价格形成一定支撑。短期看，焦煤供应较为稳定，同时下游焦化厂开工上升需求有保证，焦煤价格或将跟随螺纹钢价格震荡偏强运行。

3.5 人民币兑美元汇率分析：人民币兑美元汇率中间价上涨，中美利差持续收窄，受新发美国国债拍卖情况等因素影响本周美元指数走弱

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.4845，较上周上涨 0.0910%。即期汇率报 6.5036，较上周下调 0.4121%。美元指数报 91.6676，本周跌 0.33。

本周周二人民币兑美元出现急贬，中间价大幅下跌逾 500 点跌至 6.53。与此同时，美元指数走出四连阳，并升破 92 点，创逾三个月新高。今年以来的大部分时间，人民币对美元汇率都处于横盘状态。较为明显的贬值势头，在最近才有所显现。在人民币对美元汇率贬值的同时，人民币对欧元、日元等货币的汇率

仍在升值。本轮人民币对美元汇率贬值主要源于美元走强，美国财政刺激措施推进顺利，市场对美国经济复苏加快的预期增强，美债收益率上升，美元指数也从 2 月下旬 90 的低位反弹并保持涨势。本轮人民币对美元汇率走低原因是美元走强，背后动因包括美国经济复苏预期增强、美债收益率回升导致资金回流等。

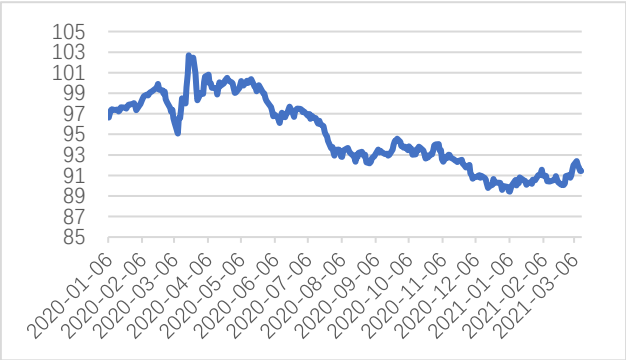
本周美国周中国债拍卖总体优于预期：580 亿美元 3 年期国债，中标利率 0.355%，投标倍数 2.69；380 亿美元 10 年期国债，中标利率 1.523%，投标倍数 2.38；240 亿美元 30 年期国债，中标利率 2.295%，投标倍数 2.28，受此影响美国 10 年期国债收益率周中小幅下跌，但于周五再次拉升，日内上涨近 10bp 至 1.64%，升至年初以来高点，可能是由于当日公布的 2 月份 PPI 高于预期所致。尽管上周美国就业数据仍然好于预期，周中美债收益率走低以及其他发达国家国债收益率上涨一定程度上降低了美元走强的势头，本周美元指数高开低走，周五稍有反弹，但仍低于上周五水平；人民币兑美元汇率周初下跌后逐步反弹。

图 18：人民币兑美元汇率中间价上涨



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

图 19：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。