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：（2021.03.01-2021.03.05）PMI 走弱叠加资金面宽松提振债市情绪，市场风险偏好回落

金融市场分析周报 2021 年 3 月 8 日

摘要

- **两会要点解析：中国经济逐渐回归常态，财政政策偏向积极，货币政策不急转弯，坚持扩大内需这一着力点。**两会更加着眼于中长期，将主要目标和工作任务量化，注重提升发展质量效益、坚持创新驱动发展，着力提振内需市场，目的是构建国内国际双循环格局。政府重设增长目标，是弱化基数效应、注重高质量发展和定“锚”的结果，政策收紧力度或将低于预期。今年财政政策支持力度超出市场预期，偏向积极，一方面说明基建投资具有连续性，另一方面说明短期内地方政府对债务的依赖性仍较强，压减难度较大。货币政策定调“灵活精准、合理适度”，不搞急转弯和一刀切，多数宽松政策将延续，但经济转好和通胀较低下，未来或将逐渐转到防风险和控杠杆上。两会再次强调挖掘内需潜力，扩大新基建投资，主要是考虑到消费对中国经济贡献率边际下降而亟需提振，以及在国际地缘政治恶化、贸易民族主义抬头的背景下，提高国内市场消费比重刻不容缓。

- **进出口数据：低基数、海外经济复苏及“就地过年”下，进出口贸易仍保持强劲增长。**2 月中国进出口保持强劲增长，主要原因有三个：欧美等主要经济体生产和消费景气度回升，“就地过年”政策加快交货时间；国内经济持续稳定恢复，拉动进口快速增长；受新冠疫情影响，去年同期增速下降导致基数偏低。中国对东盟、欧盟、美国、日本等主要经济体或地区的商品出口普遍增加。主要商品进口方面，国际政策宽松推动大部分大宗商品和原材料价格大幅上涨，也导致部分商品价格波动较大，对进口额产生不同影响。

- **央行的公开市场操作：央行公开市场净回笼 300 亿元，资金面维持宽松。下周公开市场操作到期有限，关注税期临近对资金面的影响。**本周央行公开市场累计进行了 500 亿逆回购操作，本周共有 800 亿元逆回购到期，净回笼 300 亿元。资金面整体受净回笼影响不大，继续维持宽松态势，各期限利率均因跨月结束稍有回落。未来一段时间中国货币政策迅速转向的可能性不大。同时下周逆回购到期较少，对于资金市场的冲击有限。但应注意税期临近可能对资金市场造成一定影响。

- **利率债：赤字率和专项债额度明显高于 2020 年之前的历年水平，债券供给压力仍较大，长债收益率仍有向上空间 。**本周在不及预期的 PMI、资金面持续宽松、股市大跌造成风险偏好回落等因素带动下长债收益率下行。但是，需要关注到的 2 月以来持续宽松的资金面主要由于春节叠加“两会”召开，在地产销售有所升温的背景下，预计资金面长期宽松的局面难以持续，加之利率债供给仍不低，两会之后地方债发行提速，长债收益率仍有可能波动向上。

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、剧烈波动，转债市场未随权益市场下跌，关注顺周期、银行、被错杀的优质转债、碳中和主题。**本周权益市场震荡下行、剧烈波动，可转债市场未随权益市场下跌，抗跌属性继续体现。权益市场预计本轮巨震后市场将回归平衡，正式步入“慢涨三部曲”中的平静期，近期转债继续体现抗跌属性，当前转债市场存在两种投资思路，结构市下布局新的转债抱团方向和捡漏前期超跌的低价转债，建议关注顺周期、银行、被错杀的优质转债、碳中和主题。

- **权益市场：多空分歧加大，短期有望企稳，关注军工、消费服务及银行等低估值板块。**本周市场激烈震荡，机构抱团股继续瓦解，股指短期有望企稳。抱团股持续下跌和全球市场的扰动带动指数下跌，同时随着本周两会的召开，市场存在政策预期，在极端市场情绪下提供有效支撑。随着国内经济的持续复苏，企业盈利得到改善，但对于流动性的边际收紧，权益市场由估值驱动转为盈利驱动。本周资金情绪较上周有所企稳，风险偏好持续回暖，对基金抱团股谨慎观望。策略方面，持续关注经济复苏主线，超配低估值+高景气标的：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。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等低估值板块。

- **黄金：经济复苏预期向好下，避险需求持续降温，金价连续回调。**经过连续下跌，伦敦现货黄金和美国 COMEX 黄金期价均下跌到 1700 美元之下，至去年 6 月以来的新低。全球疫苗接种、主要央行承诺保持宽松政策及一些国家加大财政刺激持续改善经济复苏状况，投资者风险偏好加大，降低对黄金等避险资产的需求，金价出现连续回调。欧美经济将继续复苏，中国经济也将于年内持稳，预计金价下跌趋势将延续。

- **原油：OPEC+维持减产力度、美经济数据超预期表现提振油价，油价连续大涨。**原油已连续数周上涨，布伦特油价已涨至近 70 美元，达到近一年多来的最高水平。尽管油价在前两个交易日冲高回落，但之后却再次上扑，后三个交易日平均涨幅高达约 3%，推动油价快速上涨的主要原因是 OPEC+宣布维持减产力度和公布的经济数据偏乐观。欧美和中国经济持续恢复，原油需求前景仍较好，油价或将继续上涨，但短期应谨慎油价过快上涨后的冲高回落。

- **黑色产业链：下游需求预期改善继续推高螺纹钢价格，但钢厂去库存影响上游需求，双焦价格继续下跌。**黑色系在经过连续大涨后开始出现分化，螺纹钢继续上涨，但双焦出现回调。节后各地基建项目复工情况良好，一度被假期抑制的需求正逐步得到释放，短期内螺纹钢需求仍有提速预期，以高位震荡为主。钢厂仍以消化库存为主，控制到货意愿明确，对双焦形成一定压制，加上两会碳中和政策和获利了结得影响，双焦价格或将继续弱势震荡。

- **人民币汇率：人民币兑美元汇率下跌，中美利差收窄，美元指数本周走强，未来持续关注美国国债收益率变动情况：**本周美国国债收益率先跌后涨，并于本周五超越了上周最高水平。今年以来美国经济复苏情况较好，美联储褐皮书显示，1 月至 2 月中旬，大多数联邦储备地区经济活动温和扩张；随着新冠疫苗的普及，大多数企业对未来 6-12 个月仍持乐观态度；多数地区报告称，就业水平在报告期内有所上升。美联储主席鲍威尔周四就美国经济发表讲话表示，金融条件趋紧会让人感到担忧，美国经济复苏情况并未达到美联储加息条件。多因素驱使下美元指数本周走强，人民币兑美元汇率下跌。未来应持续关注美国国债收益率走势以及美联储对于美国国债收益率的态度。

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 两会报告相关 4
1.2 进出口贸易数据 6
1.3 每周要闻 7
二、 固定收益市场分析 8
2.1 资金面分析 8
2.2 利率债走势分析 9
2.3 存单与信用债分析 11
2.4 可转债分析 12
三、 主要资产价格分析 13
3.1 权益市场分析 14
3.2 黄金市场分析 16
3.3 原油市场分析 17
3.4 黑色产业链分析 18
3.5 人民币兑美元汇率分析 19

一、 本周重点经济数据分析

1.1 中国经济逐渐回归常态，财政政策偏向积极，货币政策不急转弯，坚持扩大内需这一着力点

3 月 5 日，十三届全国人大四次会议开幕，李克强总理作《政府工作报告》，总结 2020 年工作成绩、“十三五”时期发展成就，部署“十四五”时期主要任务及 2021 年重点工作。与往年相比，此次报告内容更加着眼于中长期，同时将主要目标和工作任务量化，注重提升发展质量效益、坚持创新驱动发展，着力构建内需市场，形成国内国际双循环格局。

表 1：2021 年及过去三年政府工作报告重点指标

	主要指标	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年
主要经济目标	GDP 增速（%）	6 以上	--	6-6.5	6.5
	CPI 同比（%）	3	3.5	3	3
	城镇新增就业(万人)	1100	>900	>1100	>1100
	城镇调查失业率（%）	5.5	6	5.5	<5.5
	城镇登记失业率（%）	--	5.5	<4.5	<4.5
财政政策	基调	积极、增效持续	积极、更加积极有为	积极、加力提效	积极、取向不变
	赤字率（%）	3.2	>3.6	2.8	2.6
	财政赤字（万亿）	--	3.76	2.76	2.38
	中央赤字（万亿）	--	1.83	1.83	1.55
	地方赤字（万亿）	无特别国债	1.93+1 万亿特别国债	0.93	0.83
	财政支出（万亿）	--	--	>23	21
	地方专项债（万亿）	3.65	3.75	2.15	1.35
货币政策	基调	稳健、更加灵活合理适度	稳健、更加灵活合理适度	稳健、松紧适度	稳健中性
	M2 同比（%）	与 GDP 名义增速相匹配	增速明显高于去年	与 GDP 名义增速相匹配	合理增长
	社融余额同比（%）	与 GDP 名义增速相匹配	增速明显高于去年	与 GDP 名义增速相匹配	合理增长
	利率	综合融资成本稳中有降	综合融资成本明显下降	--	--
减税降费	税负减少（亿）	提高小微企业征税起征点到 15 万元，减半 100 万元以下纳税	>25000	20000	>8000
	非税负担减少（亿）				>3000
房地产	棚改（万套）	--	--	620	580
	旧城改造	530	700	352	--
	房地产税	--	--	稳步推进房地产税立法	稳步推进房地产税立法
基础建设	中央预算投资(万亿)	6100	6000	5776	5376

	铁路投资（亿）	--	新增国家铁路建设资本金 1000 亿元	8000	7320
	公路水运投资（亿）	--	--	18000	18000
	水利在建投资（亿）	--	--	再开工一批	10000

资料来源：新华网，中航证券研究所，中航证券资管业务部

（1）重设增长目标，注重高质量发展同时牢牢把握增速下限

新冠疫情后第一年，中国经济正逐渐回归常态，2021 年政府工作报告重新设定增长目标，政策收紧力度或将低于预期。工作报告称，经济增速是综合性指标，预期目标设定为 6%以上，考虑了经济运行恢复情况，有利于引导各方面集中精力推进改革创新、推动高质量发展。受疫情影响，2020 年并未设定增长目标，为 2003 年以来首次，但疫后第一年就重新设定增长目标，超出了市场预期。考虑到去年的低基数，市场普遍预期今年中国经济增速将反弹至 8%以上，甚至达到 9%，因此实现 6%以上的增长目标难度并不大。

我们认为明确提出这一目标是综合多项因素的结果。一是再次弱化基数效应，基数效应在决策中占到的影响非常小，历史上看，金融危机后的 2010 年政府也曾给出 8%的增长目标，但最后实现的增速是 10.6%；二是中国经济已迈进高质量发展阶段，政府不追求经济高增长，而是将重心放在供给侧结构性改革和高质量发展上，这也是经济能够长期发展和立足于大国内市场的应有之义；三是预设的经济增长目标虽然低于市场预期，但却与疫情前的 2019 年相匹配和相衔接，6%的增长目标或许是实现 2035 年远景目标的一个增长底线，也将成为大部分政策制定的一个“锚”。

（2）财政政策注重提质增效，支持力度超预期

鉴于 2021 年增长目标易于实现，宏观政策逐步回归正常化，但财政政策支持力度仍超出预期，仍偏向积极。工作报告提出财政政策要提质增效、更可持续，将今年赤字率按 3.2%左右安排，低于去年 3.6%的赤字目标，但也高于 2019 年 2.8%的目标，介于两者中间，市场预期值多为 3%左右。由于 GDP 规模扩大，实际赤字规模下降并不大，从 3.76 万亿元降至 3.57 万亿元，地方政府专项债券规模也由 2020 年的 3.75 万亿元减少到 3.65 万亿元。按此计算，预计 2021 年新增政府债券规模将比上年减少 1.29 万亿元，但较疫情前的 2019 年仍高出 2.31 万亿元。

无论是目标赤字率，还是专项债券新增目标规模，都明显高于市场预期，说明政策或将不会急转弯，政策回归正常化的步伐将是温和的，但同时也说明在房地产政策收紧、土地出让收入下降、房地产投资放缓的背景下，地方政府对债务的依赖性较强，压减债务规模难度较大。

（3）货币政策灵活精准，重点或将转回防范金融风险上

与中央经济工作会议的表述一致，工作报告对货币政策的表述是“灵活精准、合理适度”。具体要求是，把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系；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，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。相比 2020 年的“引导广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速明显高于去年”呈现一定收紧，不过总基调仍是平稳过渡，也就是不急转弯、不一刀切，疫情期间的相关政策今年都将延续，例如对小微企业贷款延期还本付息、加大再贷款再贴现支持普惠金融、金融机构向实体经济让利等。

随着今年经济持续向好，CPI 平均增速预计全年不到 2%，将低于政府 3%的目标，通胀因素将不会成为货币政策的掣肘，扰动货币政策正常化的主要因素或将放在防风险和控杠杆考量上。此前银保监会主

席郭树清曾在国新办发布会上预计今年贷款利率会有回升，一度被市场理解为“口头加息”，导致当天资本市场大幅回调和波动，因此近两年货币政策首要目标或将从支持经济复苏重新切换至金融稳定上来，这里不仅包括去宏观杠杆率，也包括去地产领域风险及金融市场杠杆率等，这也是疫情期间推出宽松政策的应对措施，根据国家金融与发展实验室的测算数据，2020 年整体宏观杠杆率已达 270.1%，较 2019 年上升 23.6 个百分点，增幅仅次于金融危机时的 2009 年。

（4）坚持扩大内需，着力构建内需大市场

工作报告提出“坚持扩大内需这个战略基点，充分挖掘国内市场潜力”，“紧紧围绕改善民生拓展需求，促进消费与投资有效结合，实现供需更高水平动态平衡。” 在扩大消费方面，报告重点指出要扩大服务消费、汽车消费、农村消费。在扩大有效投资方面，报告再度明确“新基建”，新基建包括 5G 基建、大数据中心、人工智能、新能源汽车充电桩等科技领域的基础设施，教育、医疗等民生领域的基础设施，以及营商环境、服务业开放、多层次资本市场等制度领域的基础设施。

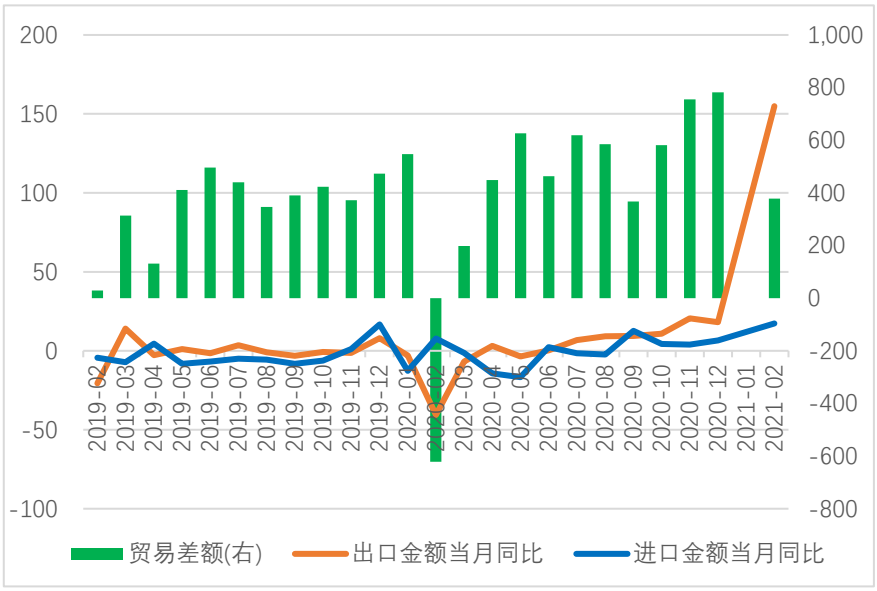
在去年五中全会和 12 月中央经济工作会议之后，政府再次强调挖掘内需潜力，优化内需水平，扩大新基建投资，一方面是受疫情冲击，去年居民收入有所下降，边际消费倾向分化，消费增速缓慢修复，全年社会消费品零售总额累计同比萎缩 3.9%，消费对于中国经济贡献率明显降低，亟需提振；另一方面，在国际地缘政治恶化、贸易民族主义抬头的背景下，提高国内市场消费的比重刻不容缓，这是化解危机的必要手段之一。

1.2 低基数、海外经济复苏及“就地过年”下，进出口贸易仍保持强劲增长

在同期低基数和全球经济持续复苏的共同推动下，中国进出口依然保持强劲增长。海关总署 3 月 7 日发布的数据显示，以美元计，2 月中国出口同比增长 154.9%，进口同比增长 17.3%，贸易顺差 378.7 亿美元；1-2 月累计，出口同比增长 60.6%，进口同比增长 22.2%，实现贸易顺差 1032.6 亿美元（1 月贸易数据未单独发布）。去年 1-2 月，出口、进口同比分别下降 17.4%和 4.1%，即使扣除低基数因素，今年出口和进口增速仍保持较高增速，表现超出市场预期。

海关总署称，进出口快速增长的原因有三个：一是欧美等主要经济体生产、消费景气度回升，外需增加带动我出口增长，加上今年春节假期一些制造业人员选择“就地过年”，产品生产加快，使得订单得以提前交付；二是国内经济持续稳定恢复，拉动进口快速增长；三是受新冠疫情影响，去年前 2 个月进出口同比下降较多，基数偏低也是今年增幅较大的原因之一。

图 1：今年前两月进出口保持强劲增长（%、亿美元）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

中国对主要经济体及主要商品的出口普遍增加。1-2 月贸易额排名靠前的主要伙伴包括东盟、欧盟、美国、日本，但从增速看，对美出口则排名第一，同比增长 87.3%，此外对欧盟出口增长 62.6%，均超出整体增速，对日本、东盟出口分别增长 47.7%和 53%，低于整体增速。从主要商品出口看也普遍提高，机电产品出口同比增长 64.7%，高于整体增速，其中汽车、自动数据处理设备及其零部件、医疗仪器及器械出口分别增长 106.8%、80%和 75.3%；劳动密集型产品出口分化，包括口罩在内的纺织品出口增长 60.8%，但箱包、鞋靴等劳动密集型产品出口增速仅为整体增速的一半左右。

主要商品进口方面，国际政策宽松推动大部分大宗商品和原材料价格大幅上涨，也导致部分商品价格波动较大，对进口额产生不同影响。国际原油价格不断上涨，不过仍低于去年同期，使得原油进口数量同比增加 4.1%下进口额却同比下降 19.6%。铁矿砂、铜矿砂价格大幅上涨，进口数量同比增加 2.8%和 0.9%，推升进口额增长 60.9%和 34.2%。春节假期后国内市场逐渐进入产销旺季，市场需求有望进一步回升，中国对外商品进口需求将保持强劲增长。

1.3 每周要闻

1、2021 年全国两会在京召开

随着 3 月 4 日全国政协十三届四次会议在京开幕，2021 年全国两会时间正式开启。3 月 5 日上午，十三届全国人大四次会议在人民大会堂举行开幕会，听取国务院总理李克强关于政府工作的报告，审查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，审查国务院关于 2020 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2021 年国民经济和社会发展计划草案的报告及 2021 年国民经济和社会发展计划草案，审查国务院关于 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及 2021 年中央和地方预算草案，听取全国人大常委会副委员长王晨关于中华人民共和国全国人民代表大会组织法修正草案的说明、关于中华人民共和国全国人民代表大会议事规则修正草案的说明、关于全国人民代表大会关于完善香港特别行政区选举制度的决定草案的说明。下午，各代表团举行全体会议，审议政府工作报告。

2、李克强总理作政府工作报告

3 月 5 日，李克强总理在十三届全国人大四次会议上作政府工作报告。2021 年两会政府工作报告核心要点总结如下：1、量化部分“十四五”目标任务，如创新驱动上“全社会研发经费投入年均增长 7%以

上”、新型城镇化上“常住人口城镇化率提高到 65%”、碳达峰上“单位 GDP 能耗/二氧化碳排放分别降低 13.5%/18%”等。另外新提“适度生育水平”、“制造业比重基本稳定”等。2、经济目标基本回到疫情前轨道，大致符合市场预期。（1）GDP 增速设置底线 6%以上，通胀控制 CPI 涨幅 3%左右，与 19 年相似；（2）财政政策退坡幅度不大，赤字率 3.2%左右，地方专项债 3.65 万亿，取消抗疫债，增量点在于中央对地方财政扶持加码（一般性转移支付增长 7.8%、2.8 万亿中央财政资金直达，明显增加），减税未设目标值；（3）货币政策中性偏稳，广义货币 M2 同比与名义 GDP 同比“基本匹配”（表述与 19 年相近），重点提“稳宏观杠杆率”与“防范风险”。3、产业政策核心依然是“国家战略科技创新”与“双循环扩内需”。（1）从 19-21 年两会报告增量高频词路线看，沿着“改革-就业-创新”演进，今年预期加大“卡脖子”领域研发投入；（2）扩内需增量点：一是增加汽车、家电大宗消费，二是投资向民生转移（新开工旧改 5.3 万个，去年为 3.9 万个），未设大基建具体资金目标。4、产业增量点在于碳达峰、碳中和诉求下的环保升级。（1）单位 GDP 能耗下降 3%左右（去年未作量化要求，实际值下降 0.1%）；（2）制定碳达峰行动方案，特别提及煤炭高效利用、发展核电。5、“反垄断与防止资本无序扩张”，但未有新增信息。6、房住不炒，特别提及大城市住房问题。7、资本市场“稳步推进注册制改革”与“完善常态化退市机制”，未明确“全面注册制”。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：资金面延续宽松，关注 3 月中旬税期临近对资金面的影响

1）央行的公开市场操作：央行公开市场净回笼 300 亿元

本周央行公开市场累计进行了 500 亿逆回购操作，本周共有 800 亿元逆回购到期，因此本周净回笼 300 亿元。下周（3 月 8 日至 3 月 12 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。

表 2：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	-200	-100	-100	-200	-200
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	-100	0	0	-100	-100

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。央行本周共实现流动性净回笼 300 亿元。资金面整体受净回笼影响不大，继续维持宽松态势，各期限利率均因跨月结束稍有回落。银行间回购利率 R001 和 R007 加权平均降至 1.6114%、1.9971%；交易所回购利率 GC001 和 GC007 加权平均降至 1.6930%、1.9070%。

表 3：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	2.1820	1.8036	1.5320	1.9486	1.6114
	R007	2.2427	2.1552	1.9889	2.0946	1.9971

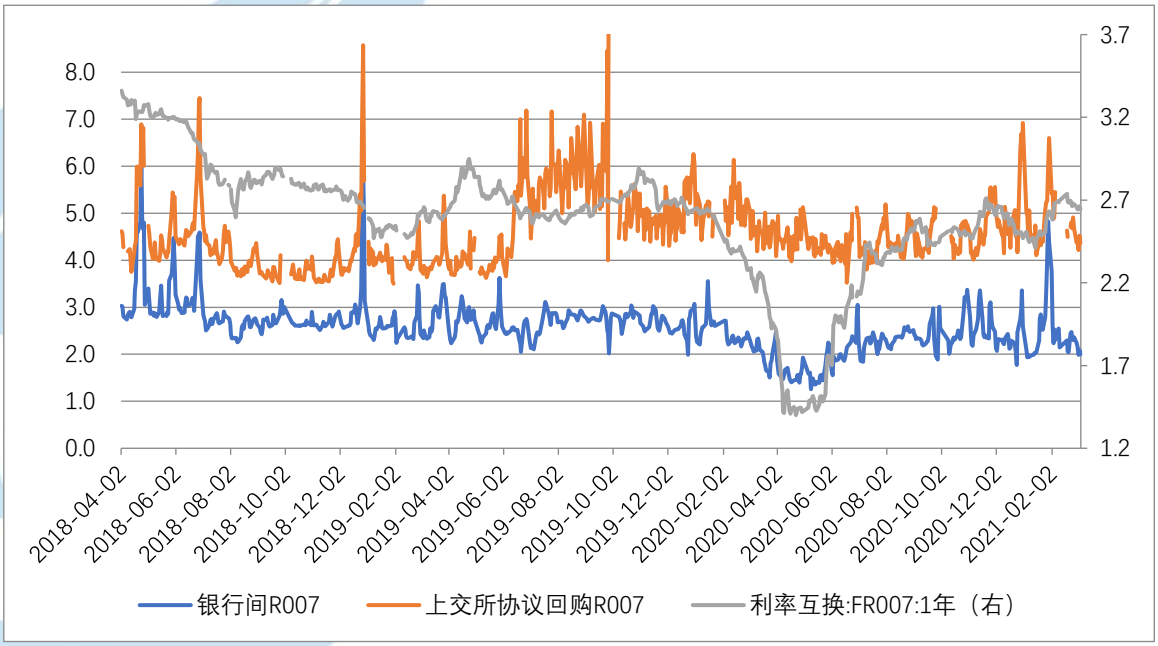
	R014	2.3790	2.4089	2.2421	2.2847	2.2464
	R021	2.5945	2.6197	2.5660	2.4498	2.7879
	R1M	2.4215	2.5980	2.5182	2.5652	2.6698
上交所协议回购	206001	4.6140	4.3670	4.1940	4.9970	4.3620
	206007	4.3710	4.4450	4.2150	4.5240	4.3620
	206014	5.1150	5.1690	4.9350	4.9370	4.9510
	206021	5.6640	5.8330	6.0740	7.7220	5.6850
	206030	6.6740	6.4450	6.3730	5.9880	5.8980
利率互换定盘：1Y	FR007	2.6598	2.6440	2.6467	2.6636	2.6430

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，关注税期临近影响

本周政府工作报告提出，宏观政策要继续为市场主体纾困，保持必要支持力度，不急转弯。以及财政部部长刘昆出席二十国集团财长和央行行长视频会议时表示，2021 年，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度。综合来看，未来一段时间中国货币政策迅速转向的可能性不大。同时下周逆回购到期较少，对于资金市场的冲击有限。但应注意 3 月份税期为 3 月 15 日，税期临近可能对资金市场造成一定影响。

图 2：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：利率债供给压力仍不低，谨防资金面收紧叠加债券供给放量带来的长债收益率波动

1）利率债走势复盘：在持续宽松的资金面刺激下，债市情绪重回乐观，长债收益率下行

本周资金面依旧宽松，债市情绪从谨慎到乐观，长债收益率终于下行。具体来看，周一，公开市场净回笼 100 亿，资金面全天宽松。上周五，10 年美债收益率从盘中最高的 1.61%下行至 1.40%附近，铜价格下跌，不过原油价格并未出现明显的调整，通胀警报并未完全解除。受美债情绪好转影响，国内债市情绪有所好转，不过早盘略显谨慎，长债收益率仅小幅下行，不过随着 PMI 数据低于预期，收益率进一步下行；周二，公开市场净操作为 0，资金面全天宽松，然而，午盘临近收盘时，银保监会郭树清主席表示：因为今年整个市场利率在回升，估计贷款的利率也会有回升，可能会有所调整，但总体利率还是较低，市场情绪明显受到影响，长债收益率震荡向上约 2bp，然后随后又在超级宽松的资金面的带动下回落；周三，公开市场净投放依旧为 0，资金面依旧宽松，市场整体平淡，长债收益率在 1BP 以内波动；周四，公开市场净回笼 100 亿，前一晚美债收益率再次明显上行，10 年美债上至 1.48%，长债收益率小幅上行；周五，公开市场净回笼 100 亿元，“两会”召开，政府工作报告提到赤字率为 3.2%，虽然较 2020 年有所下降，但仍处于高位，新增地方专项债券额度 3.65 万亿，体现出财政向正常化回归，但退坡幅度不大，对债市偏利空，但是市场对此并没有明显的反应，盘中交易所国开债交易异常——深交所“国开 2009”、“国开 2008”异常成交盘中临停，上交所“国开 2005”盘中两次临停，下午在消息面平静甚至整体偏负面（美债收益率再度上行，原油价格上涨）的情况下，国债期货全线上涨，带动长债收益率快速下行。全周十年国债活跃券 200016 累计下行 3.5bp，十年国开活跃券 200215 累计下行 6bp

图 3：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：赤字率和专项债额度明显高于 2020 年之前的历年水平，债券供给压力仍较大，长债收益率仍有向上空间

货币政策基调总体稳健，但是不排除房价上升引发货币政策短期调整。我们认为当前影响债券市场的关键因素仍然是货币政策，从两会政府工作报告的相关表述来看，本次政府工作报告中“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”、“货币供应量和社融增速与名义 GDP 基本匹配”、“稳定宏观杠杆率”等表述延续了中央经济工作会议以来的政策基调，根据年初以来的公开市场操作以及各类会议及重要报告的表述相关来看，货币政策以稳为主，但是在局部过热，特别是地产价格出现明显趋势性上涨的情况下，不排除会有收紧流动性的操作。

今年赤字率及专项债额度均高于 2020 年以前的各年水平。政府工作报告中的对债市影响较大的一个重要信息就是赤字率和专项债的额度，赤字率 3.2%和专项债 3.65 万亿元，明显高出 2019 年的 2.8%和

2.15 万亿元。2010-2019 年间，赤字率最高为 3.0%，3.2%的赤字率低于 2020 年的 3.6%以上，仍处在超过常规年份的水平，政府债的供给水平仍较高。

2 月以来持续宽松的资金面主要由于春节叠加“两会”召开，在地产销售有所升温的背景下，预计资金面长期宽松的局面难以持续，加之利率债供给仍不低，两会之后地方债发行提速，长债收益率仍有可能波动向上。

2.3 存单与信用债分析：信用债一级发行升温，各期限收益率均下降

1）一级市场发行：存单发行量和信用债净融资额环比下降

同业存单方面，本周同业存单发行量约 7,403 亿元，较上周环比下降 26.71%，到期量约 4,279 亿元，环比下降 5.71%，净融资额为 3,124 亿元，环比下降 43.85%。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 0.56bp 报 2.5551%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 10.75bp 报 2.7915%，6M 期存单平均发行利率较上周上行 1.76bp 报 3.0572%，9M 存单平均发行利率较上周下行 6.74bp 报 3.0346%。

信用债方面，一级市场信用债发行量、到期量双升，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 2,521.97 亿元，较上周环比增长 9.57%；到期量约 2,005.01 亿元，环比增长 30.76%，净融资额为 516.96 亿元，环比下降 32.71%。

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全面下行

信用债二级市场方面，各等级和各期限信用债收益率较上周全面下行，以 AA+级 1 年期（-8.13bp）和 AAA 级 1 年期（-8.12bp）收益率下行幅度最大，AA 级 1 年期、AAA 级 3 年期、AA+级 5 年期、AAA 级 5 年期收益率下行幅度也超过 5bp，其余各等级和各期限信用债收益率下行幅度在 2～4bp 之间。

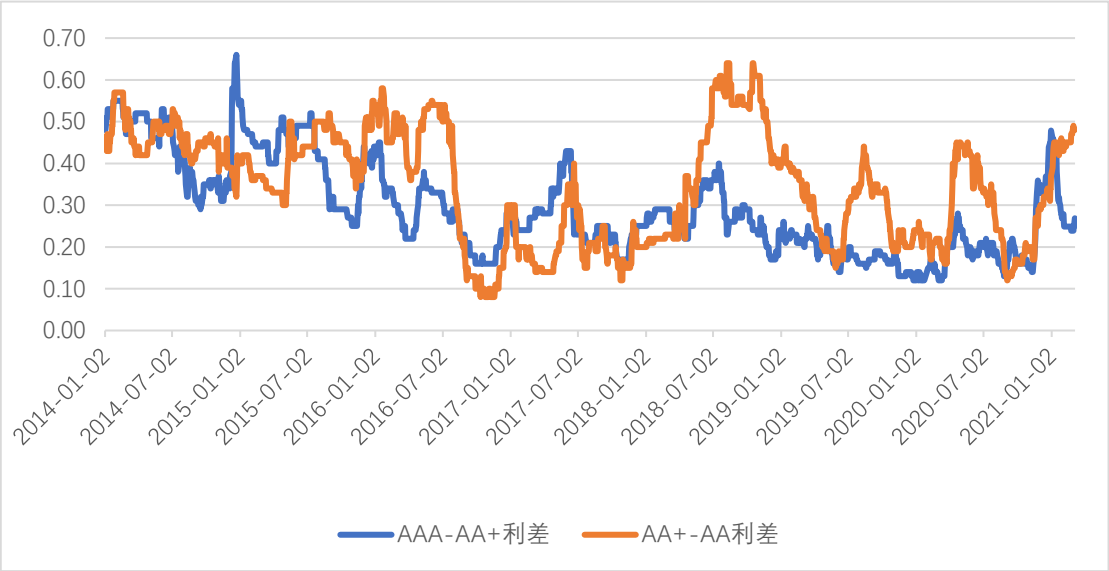
表 4：信用债各期限收益率水平（%）

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	3.101	22.50%	-8.12
信用债(AAA):3 年	3.638	29.80%	-6.37
信用债(AAA):5 年	3.814	24.40%	-5.02
信用债(AA+):1 年	3.320	22.20%	-8.13
信用债(AA+):3 年	3.907	32.50%	-3.36
信用债(AA+):5 年	4.143	26.00%	-5.03
信用债(AA):1 年	3.710	31.60%	-7.13
信用债(AA):3 年	4.387	38.10%	-2.36
信用债(AA):5 年	4.643	29.20%	-3.03

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，各评级信用利差均呈走阔，AAA 与 AA+之间利差较上周走阔 3bp 至 27bp，AA+和 AA 之间的利差较上周走阔 1bp 至 48bp。

图 4：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 8.66bp，处于 2013 年以来的 42%历史分位数水平；产业债中仅汽车行业利差走阔(+5.43bp)，其余行业利差均呈收窄，食品饮料(-21.81bp)、专用设备(-13.07bp)、电子（-12.06bp）、电力（-11.81bp）、公用事业（-11.56bp）、铁路运输（-11.33bp）、航运（-11.11bp）、建筑装饰(-11.09bp)、房地产（-10.06bp）行业信用利差收窄幅度较大，计算机（99%）、轻工制造（98%）、农林牧渔（95%）、钢铁（94%）、汽车（87%）和电气设备（83%）行业利差处于较高历史分位数水平。

区域利差方面，多数省份城投债信用利差较上周有所收窄，其中江西、山东、安徽、江苏、山西信用利差压缩幅度大于 10bp，四川、天津、北京、内蒙古、湖北、湖南、河南、福建、辽宁、浙江、新疆、广东、广西信用利差收窄 5～10bp；云南、陕西、黑龙江、贵州信用利差较上周分别走阔 10.67bp、8.92bp、1.55bp、0.45bp。

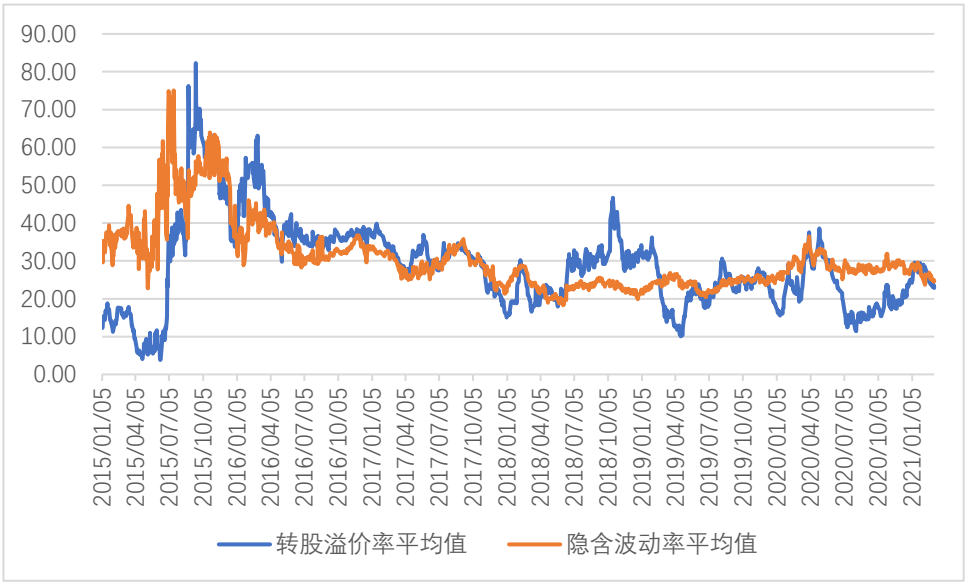
2.4 可转债分析：权益市场震荡下行、剧烈波动，转债市场未随权益市场下跌，关注顺周期、银行、被错杀的优质转债、碳中和主题

1）可转债的走势复盘：权益市场震荡下行、剧烈波动，转债市场未随权益市场下跌

本周权益市场震荡下行、剧烈波动，上证指数本周收于 3501.99 下跌 0.20%，深证成指本周下跌 0.66%，创业板指本周下跌 1.45%，中小板指本周下跌 0.02%。可转债市场未随权益市场下跌，抗跌属性继续体现，本周上证转债上涨 0.23%至 327.84，深证转债上涨 1.14%至 258.49，中证转债上涨 0.47%至 367.17，其中，联泰转债、森特转债、小康转债、齐翔转 2、正裕转债等领涨，联泰转债、森特转债投机性上涨居首，小康股份随汽车板块连续涨停、转债涨幅上榜；金陵转债、金禾转债、火炬转债、盛屯转债、益丰转债等领跌，平衡型金陵转债跌幅居首。一级方面，利民转债、环旭转债两只转债发行，仅思创转债一只转债上市。

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处于震荡下行区间。

图 5：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：权益市场预计将回归平衡，转债继续体现抗跌属性，关注顺周期、银行、被错杀的优质转债、碳中和主题

权益市场预计本轮巨震后市场将回归平衡，正式步入“慢涨三部曲”中的平静期。平静期内，预计市场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。上周权益市场仍处于调整行情之中，转债继续体现抗跌属性。高平价和超高平价券连续两周跌幅较大，而低平价券表现相对较好。

当前转债市场波动行情下存在两种投资思路。一是结构市下布局新的转债抱团方向。当前市场出现分歧本质是通胀预期引起的分母端贴现率上升杀估值导致，但目前经济复苏动力尚可，分子端盈利预期改善有确定性。在流动性收紧预期压低风险偏好的背景下，绩优蓝筹股仍将是下一阶段的交易核心，对于质地较好、对应的公司为行业龙头的偏股型转债，看好其跟随正股上涨带来的超额收益。全球周期品涨价已经带动顺周期行业股价上涨，未来盈利超预期将进一步确认周期行业景气度。行业选择上，建议关注有色、石化、基化和机械等顺周期行业转债，以及景气度回升，估值较低的银行板块转债。此外碳中和这一主题也是当前持续发酵的方向。二是捡漏前期超跌的低价转债。1）对于进可攻退可守的“双低”转债。策略一是选取抱团之外正股有上升动力的“双低”转债；策略二是选取价格处于绝对低位，甚至跌破债底，但实际信用还款能力不弱，且正股有一定弹性的“双低转债”。2）对于低价格高转股溢价率的单低转债。建议一方面选取信用资质较好、到期收益率较高的低价国企转债作为债券持有；另一方面从转债的下修动力出发筛选出可能下修转股价的可转债。下修动力主要有三个：避免回售，促进投资者转股以及帮助参与大比例配售的大股东或大比例包销的承销商实现解套。

后续投资者可考虑以下配置方向：（1）有色、石化、基化和机械等顺周期行业转债；（2）景气度回升、估值较低的银行板块转债；（3）连续调整行情后，转债市场整体估值有所下降，建议关注低估值转债的配置机会，高平价券下跌较多，关注被错杀的优质转债；（4）《政府工作报告》中提出扎实做好碳达峰、碳中和各项工作，加速推进科技创新，继续扩大内需。建议关注新能源、环保、科技、消费等相关板块正股对应的转债。

三、 主要资产价格分析

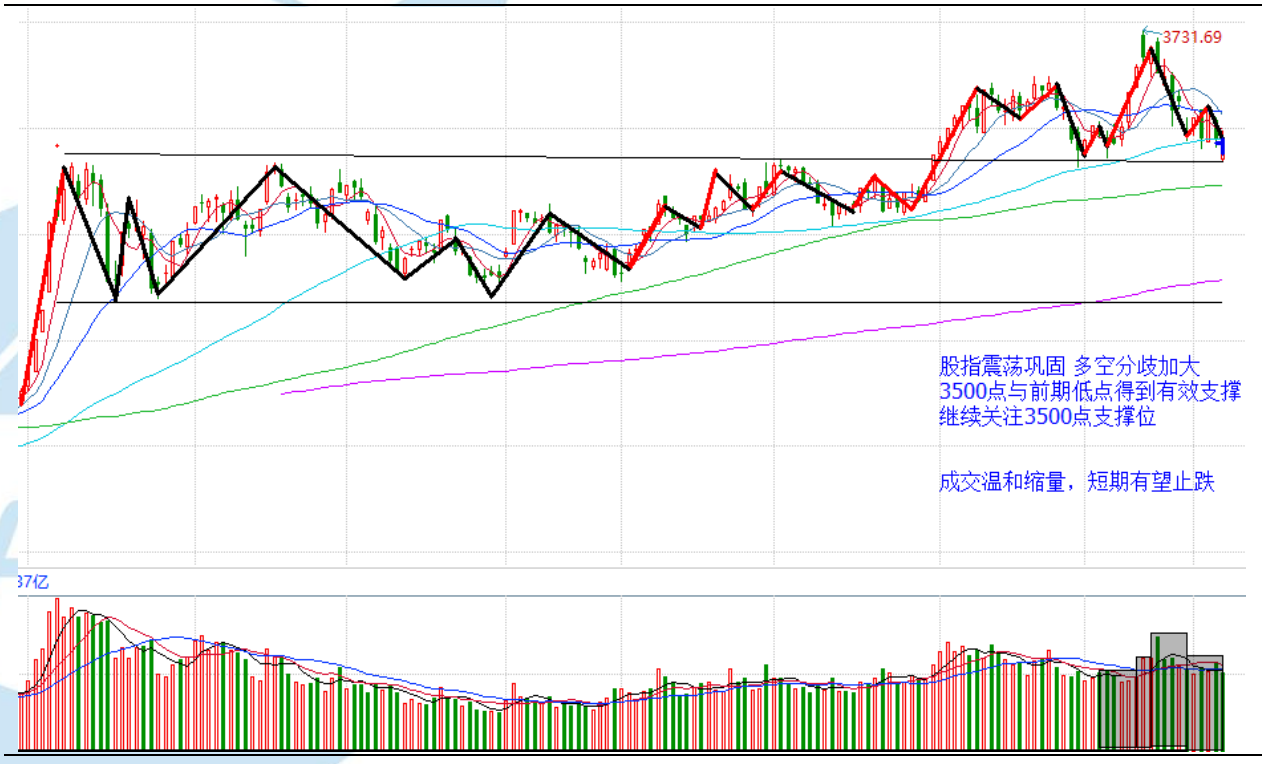
3.1 权益市场分析：多空分歧加大，短期有望企稳，关注军工、消费服务及银行等低估值板块

1) 权益市场走势复盘——股指振幅加大，风格再平衡

本周市场先扬后抑，市场风格迎来再平衡。上证综指最终报收 3501.99 点，下跌 0.2%，股指再度突破 3500 点并成功收回。同期深证成指和创业板分别下跌 0.66%和 1.45%。三大股指皆收十字星形态，多空分歧加大，短期有望企稳反弹。量能方面，两市成交 4.51 万亿，环比温和缩小。

盘面上，市场持续结构性分化，高估值与机构抱团股较为弱势。本周沪深 300 下跌 1.39%，中证 500 上涨 0.62%，估值差有所收敛，低估值板块较为强势。据 wind 统计，全周累计上涨的公司家数为 3160 家，占比 75.15%；下跌个股达 991 家，占比公司总数量为 24.74%，其中累计跌幅超过 5%的公司数量有 254 家，环比有所减少。受碳中和情绪发酵影响，钢铁、煤炭等低位周期行业龙头持续上涨，前期涨幅较大的有色标的出现补跌。北向资金合计卖出 8.36 亿，外资净流出速度放缓。行业方面，30 个中信一级行业 18 家实现上涨，钢、煤炭、电力及公用事业分别上涨 7.60%、.4.73%和 4.18%。12 个行业下跌，有色金属、食品饮料及医药分别下跌 3.82%、3.49%和 2.22%。从 A 股市场总体表现看，指数下跌仅为结构性现象，利率敏感型资产为重灾区，低估值叠加高景气的标的近期表现强势。

图 6：上证综指大幅震荡 多空分歧加大



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 1.82%，报 31496.3000 点，纳指本周下跌 2.06%，报 12920.1500 点，标普 500 指数本周上涨 0.81%，报 3841.9400 点。

本周美股三大股指均高开低走，仅在周五出现一定程度的反弹。美国经济复苏状况、国债收益率以及美联储未来财政政策方向依然是影响美股指数走势的主要因素。就业数据显示美国经济仍维持近一段时间的增长趋势。同时美国十年国债收益率虽然于周二小幅下降，但之后继续上涨并达到今年以来高

点。美联储主席鲍威尔虽然于周四表达了对于快速上涨的国债收益率的担忧，但是其发言鸽派程度仍未达到市场预期，当日美国三大股指集体收跌。美国银行表示，金融市场对美股已经估值过高，可能出现了抛售的信号，该行指出，上一次该指标如此接近抛售还是在 2007 年 6 月，之后的 12 个月里出现了负 13%的回报。

图 7：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——多空分歧加大，短期有望企稳，关注军工、消费服务及银行等低估值板块

三大因素对冲导致多空分歧加大。一是抱团股的负反馈作用引发前期高估值弱周期资产的结构性股灾，当前未见明显止跌迹象。二是美国实体经济超预期复苏传导紧流动性预期，引发全球权益市场的扰动。三是随着本周两会的召开，短期内市场存在政策预期，在极端市场情绪下提供有效支撑。

国内经济的内生增长动力不断增强，企业盈利持续改善将成为下一轮市场上涨的主要驱动力。随着疫苗在全球的推广，疫情有望逐渐平息，全球的供给和需求将加快恢复，有望出现全球供需扩张的共振，2021 年预计上市公司的净利润和 ROE 将迎来大幅上升。

国内政策方面，中国经济将“行稳致远”且政策“不急转弯”。当前经济温和改善，通胀尚处在低位，小企业和服务业的恢复较为滞后。中央经济工作会议中对宏观政策的定调是“保持连续性、稳定性和可持续性”，政策急转弯的可能性较低。同时 3 月 5 日，李克强总理为 2021 年和“十四五”期间提供了经济政策的目标与方向。实际 GDP 增长 6%以上，城镇新增就业 1100 万人以上，城镇调查失业率 5.5%左右的就业目标，CPI 价格涨幅 3%。财政、货币政策安排体现了“不急转弯”的 1 取向，强调“定向调控、相机调控、精准调控”。

本周资金情绪逐渐企稳。本周北向资金合计卖出 8.36 亿，环比下降 88.85%。截止周四的两融数据，本周融资净买入 22.73 亿元，内资情绪较为稳定。本周 Wind 茅指数下跌 2.58%，量能较上周略有缩减，形态收上下影线，周内实现弱反弹，多空力量悬殊。面对基金抱团股的赎回潮而形成的负反馈，我们依旧保持谨慎观望的策略，待核心资产出现多杀多等极端情绪出清后择机再建仓中国核心资产。

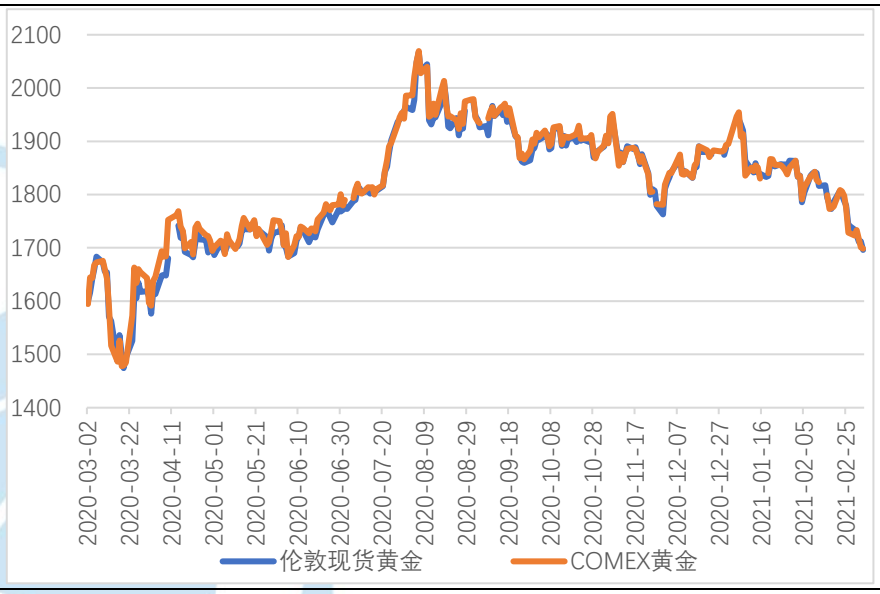
展望后市，本周的大幅震荡有利于系统性风险的出清，长牛格局不变。短期市场受外围市场扰动的影响，长期继续受益于居民理财资金和全球配置资金的持续入市。下周市场有望迎来小幅反弹，待市场已释放恐慌情绪后，建议加大配置中国优质资产。

流动性边际收紧的预期导致权益市场由估值驱动转为盈利驱动，前期涨幅过高的大消费与核心资产中期压力将大于低估值+高景气标的。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。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等低估值板块。

3.2 黄金市场分析：经济复苏预期向好下，避险需求持续降温，金价连续回调

周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日下跌 15.85 美元，或-0.93%，收报于 1696.25 美元/盎司，全周累计跌幅 2.67%；美国 COMEX 黄金期货结算价下跌 2.2 美元，或-0.13%，收报于 1698.5 美元/盎司，全周累计跌幅 1.75%。经过连续下跌，金价已跌至去年 6 月以来的新低。

图 8：金价继续下跌（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

全球疫苗接种、主要央行承诺保持宽松政策及加大财政刺激持续改善经济复苏状况，投资者风险偏好加大，降低对黄金等避险资产的需求，金价出现连续回调，本周跌幅在 2%上下，伦敦金现跌幅较大。就业数据显示，美国 2 月新增就业人数的增幅超过市场预期，此外 PMI 数据显示欧洲主要国家的复苏速度尽管放缓，但仍在复苏轨道上没有改变，令投资者对经济快速反弹燃起更多乐观预期。

推动经济好转的因素主要来自三个方面：一是疫苗的持续接种进展较顺利，接种率最高的以色列已经超过九成以上的民众完成接种，美国接种人数超过 5000 万人，英国接种率也超过 30%，其他国家多数因为无法取得疫苗而接种率不高，目前看，接种疫苗已经成为控制疫情的主要手段，也是经济复苏的前提和保障；二是美联储、英国央行、日本央行等主要央行近期仍承诺保持较宽松的政策环境不变，包括较低的基准利率和充足的信贷，直到经济企稳；三是各国仍在加大财政刺激力度，美国 1.9 万亿美元的经济刺激方案上周已经通过众议院投票，预计很快将在参议院通过，此刺激方案的通过和实施，加上此前批准的近 3 万亿美元方案，合计近 5 万亿美元案的整体刺激至少保证未来三年美国经济的持续恢复，也有利于提振全球经济。

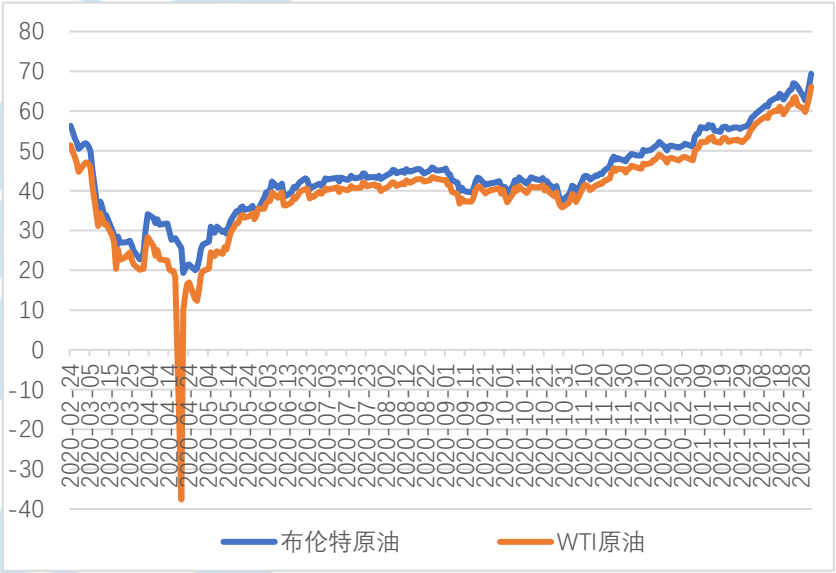
经济连续好转降低了投资者对黄金的避险需求，从 2 月开始，COMEX 多头持仓数量连续下降，空头持仓数量有所增加，导致净多头持仓数量加速下降，最新数据显示，截止 2 月 23 日当周，净多头持仓量较上周下降 1.9 万手，高于前一周的减幅 1.6 万手。强劲的经济表现和风险偏好的上升也推高 10 年期美债收益率至 2020 年 2 月来的新高，美元同样出现调涨，这些均不利于金价。

欧美经济继续复苏，中国经济也将于年内持稳，金价下跌趋势将延续到年底，之后金价随市场波动加大而反弹。金价从去年 8 月创下历史新高后便一直处于下行趋势中，我们判断疫苗接种、货币宽松、财政刺激等发挥的作用将持续一段时间，发达国家疫苗接种至少要到六月底才能基本完成，宽松货币政策至少持续到明年年底，财政刺激政策效果更长，至少三到五年，发达经济体将持续向潜在增长率复苏。高盛本周也上调了美国国债收益率目标，预计在债券市场抛售加剧的情况下，10 年期国债收益率到今年年底将达到 1.90%。投资者普遍对市场表现出乐观情绪，这将不断降低投资者的避险情绪，预计金价将延续下跌行情。

3.3 原油市场分析：OPEC+维持减产力度、美经济数据超预期表现提振油价，油价连续大涨

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 3.93%，收报于每桶 69.36 美元，全周累计涨幅 4.88%；美国 WTI 原油期货合约结算价大涨 2.26 美元，或 3.54%，收报于每桶 66.09 美元，全周累计涨幅 7.46%。油价已连续上涨六周，达到一年多来的最高水平。

图 9：油价继续大涨（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

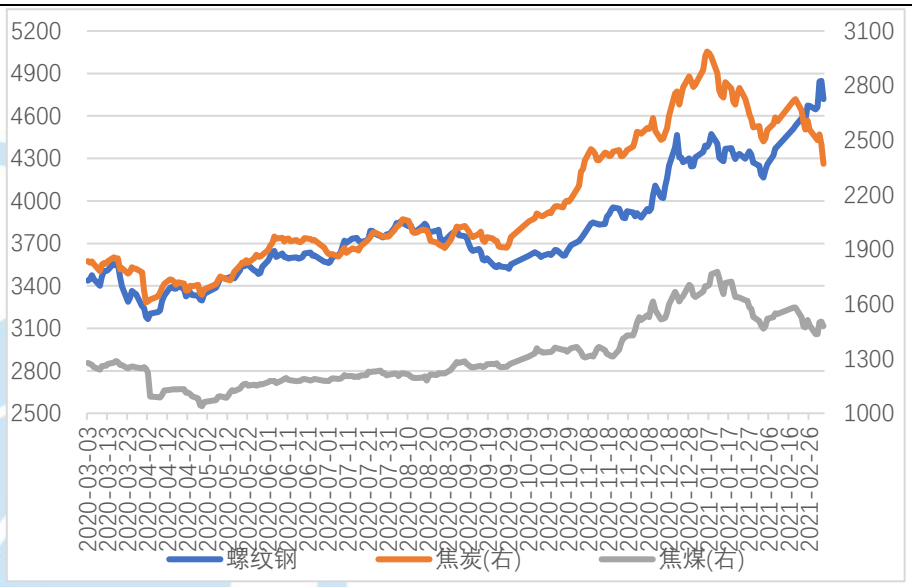
本周油价在经历前两个交易日冲高回落后，周三开始再次反弹上涨，后两个交易日每天涨幅都在 4%左右，推动油价上涨的主要因素来自两方面：OPEC+维持减产力度和乐观的经济数据。首先，OPEC+本周采用谨慎做法，决定延长石油限产至少到四月，而且沙特决定继续在四月自愿额外减产 100 万桶/日，OPEC+只允许俄罗斯和哈萨克斯坦少量增产，增产幅度仅 15 万桶/日，这令市场感到十分意外，此前市场预期将增产 150 万桶/日。其次，公布的数据显示美国 2 月新增就业人数超过预期，经济正在持续复苏，也提振了市场风险偏好和原油需求前景。此外，库存超预期下降也显示经济复苏较好，美国汽油库存上周录得纪录最大跌幅，炼油产量跌至纪录低点，美国能源信息署（EIA）称，上周汽油库存降至 2.435 亿桶，而馏分油库存降至 1.43 亿桶，均为 2003 年以来最大降幅。

随着欧美和中国经济持续恢复，原油需求前景较好，油价或将继续上涨，但短期应谨慎油价过快上涨后的冲高回落。疫苗接种、宽松政策和财政刺激不断给经济复苏注入新的活力，由于受疫情冲击较小，预计今年中国经济增速将率先恢复到正常水平，欧美经济也将在宽松政策和强有力的财政刺激下，保持较好的恢复态势，我们对原油需求前景保持乐观，而且疫苗接种基本完成后，国际旅行预计将逐渐放开，航空用油也将大幅增加。本周高盛将二季度布伦特油价预测上调 5 美元至每桶 75 美元，第三季度同步上调至 80 美元，我们对此基本认可。

3.4 黑色产业链分析：下游需求预期改善继续推高螺纹钢价格，但钢厂去库存影响上游需求，双焦价格继续下跌

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周五每吨上涨 47 元，收报于 4718 元/吨，涨幅 1.01%；焦炭价格每吨大跌 189 元，收报于 2370 元/吨，跌幅 7.39%；焦煤价格每吨微幅下跌 6 元，收报于 1478 元/吨，跌幅 0.4%。

图 10：黑色系价格延续分化，螺纹钢上涨，双焦下跌（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周螺纹钢现货建材市场成交尚可，表明节后随着各地基建项目复工情况良好，一度被假期抑制的需求正逐步得到释放，短期内需求仍有提速预期。而供给方面，“就地过年”政策使得钢厂电炉复产较快，从而推升螺纹供应，产量处于历史较高水平，库存累计速度也明显快于往年，但近期唐山限产政策趋严也给市场带来减产预期，累库速度有所放缓。从真实运行数据看，本周螺纹钢产量较上周回升 18.82 万吨至 337.74 万吨，库存环比回升 89.25 万吨至 1826.04 万吨，其中社库增加 82.26 万吨，厂库增加 6.99 吨，不过按照季节性规律，下周或将迎来去库拐点。短期决定期价的主要在于需求恢复速度，若需求预期兑现，则价格可能会继续上扬，反之可能存在阶段性回调风险，加上近期大宗商品价格受金融市场影响而波动放大，近期交易应以高位震荡为主。

焦炭第二轮提降已全面落地，现货市场偏弱运行，仍以消化库存为主，钢厂对焦炭控制到货的意愿已经明确，这对焦炭现货价格形成压力，焦炭期价则呈弱势震荡式。应重点关注本周四召开的两会对碳中和政策的定位及其对市场的影响，碳中和政策若实现粗钢产量的有效压降，将对焦炭的需求产生直接影响，焦炭短期内或维持震荡调整的状态。焦煤现货市场也偏弱运行，期价连续下跌，主要原因是国内

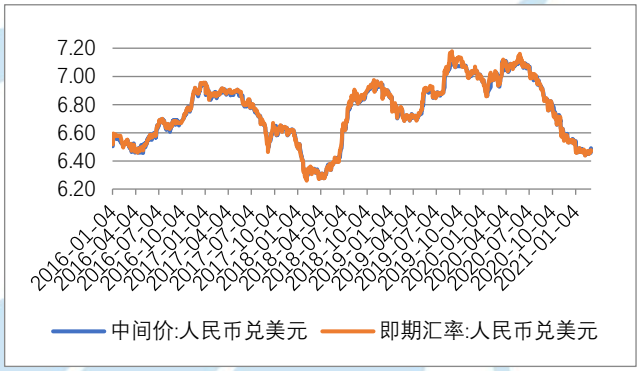
煤矿产量恢复较快，同时下游焦炭产能增加，但节前补库过高导致煤矿库存累积。海关政策方面，蒙煤通关量稳步回升，但澳煤仍未有明确通关放行，制约了焦煤期价的下行幅度。

3.5 人民币兑美元汇率分析：人民币兑美元汇率下跌，中美利差收窄，美元指数本周走强，未来持续关注美国国债收益率变动情况

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.4904，较上周下调 0.2943%。即期汇率报 6.4768，较上周下调 0.2748%。美元指数报 91.9970，本周涨 1.06。

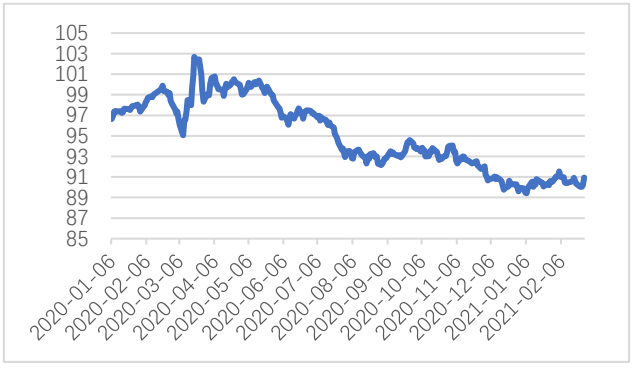
本周美国国债收益率先跌后涨，并于本周五超越了上周最高水平。今年以来美国经济复苏情况较好，美联储褐皮书显示，1 月至 2 月中旬，大多数联邦储备地区经济活动温和扩张；随着新冠疫苗的普及，大多数企业对未来 6-12 个月仍持乐观态度；多数地区报告称，就业水平在报告期内有所上升。美联储主席鲍威尔周四就美国经济发表讲话表示，金融条件趋紧会让人感到担忧，美国经济复苏情况并未达到美联储加息条件。多因素驱使下美元指数本周走强，人民币兑美元汇率下跌。未来应持续关注美国国债收益率走势以及美联储对于美国国债收益率的态度。

图 11：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 12：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。