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:（2021.02.22-2021.02.26）：资金面延续宽松，股债情绪均偏弱

金融市场分析周报　　2021 年 3 月 1 日

摘要

- **PMI：春节假期因素导致生产经营活动显著减弱，制造业和非制造业 PMI 双双回落。**2 月制造业 PMI 为 50.6，下降 0.7 个百分点，预期值 50.7；非制造业 PMI 为 51.4，下降 1 个百分点，预期值 52。制造业和非制造业 PMI 双双超预期回落，但仍处在扩张区间，经济总体保持复苏态势。尽管大部分制造业 PMI 指数环比回落，但制造业景气面仍保持基本稳定，医药、通用设备等行业生产指数较高，整体扩张速度较快。同时受春节假日和初春气温偏低等两方面影响，非制造业的建筑业施工进度和服务业扩张力度有所放缓，随着节后复工，非制造业商业活动或将反弹回升。

- **资金面及央行公开市场操作：央行公开市场净回笼 200 亿元，CBS 操作 50 亿元，由于缴税及跨月原因，本周资金市场先紧后松，预计三月第一个星期资金市场维持平稳。**本周央行公开市场累计进行了 700 亿逆回购操作，本周共有 900 亿元逆回购到期，因此本周净回笼 200 亿元，本周四央行开展了 CBS 操作 50 亿元。本周资金市场先紧后松，前半周由于税期降至以及资金逐步跨月，资金市场逐步收紧，各期限回购利率均于周二达到本周高位，随后逐步放松。综合来看央行本周操作仍较为平稳。LPR、 MLF、逆回购利率均维持原水平，传达出的信号较为中性。三月第一周仅有 700 亿元逆回购到期，资金面急剧变化的可能性有限。

- **利率债：2 月的资金面宽松未必能够延续，需要关注地产销售数据，当前债市仍需谨慎。**目前市场的通胀预期仍较高，对债市情绪上造成压制。除此之外，从近期的高频数据来看，经济复苏的趋势仍然在延续。当前货币政策依然是影响债市走势的最关键因素，虽然 2 月以来资金面持续宽松，但并不代表央行有意维持宽松的资金环境，考虑到 2 月本就没有太多的公开市场到期，并且也缺少其他资金流出银行体系的因素，因此央行没有收紧流动性的抓手，同时，历年两会之前，资金面都维持平稳。需要关注当前地产销售热度是否延续，若销售数据持续偏强，那么央行大概率会进一步收紧资金面。

- **可转债：权益市场全周震荡下行，转债市场随权益市场下跌但跌幅相对较小，关注顺周期、银行、疫情退出的交易逻辑、TMT、高端制造方向的成长标的。**本周权益市场全周震荡下行，可转债市场随权益市场下跌但跌幅相对较小，抗跌属性有所体现。预计充裕的市场流动性推动权益市场慢涨延续，顺周期行情行至当前，主线仍没有出现变化，随着疫情顶部的临近，疫情退出的交易逻辑值得关注，建议关注顺周期、银行、疫情退出的交易逻辑、TMT、高端制造方向的成长标的。

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：风险释放后短期或维持震荡，关注军工、消费服务及银行等低估值板块。**上周市场放量下跌，机构抱团股继续瓦解，三大股指短期跌幅较大。抱团股暴跌、港股和海外市场动荡为 A 股大跌的主要原因。展望后市，流动性最坏阶段已过，场内资金情绪仍稳定，两会政策的良好预期，有利于支撑市场企稳；但基金赎回压力增加和海外市场动荡短期仍有不确定性。综合看，节后连续下跌一定程度上释放了风险，短期存在两会政策预期支撑，市场或进入震荡格局。恐慌情绪释放后，建议继续配置中国优质资产。策略方面，外部波动传导给高估值行业的压力大于低估值行业，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。
- **黄金：疫苗接种利好、经济复苏前景及新经济刺激法案预期通过等因素导致避险情绪下降，金价加速下跌。**本周金价先涨后跌，全周录得跌幅超 2%，主要原因在于美国市场在持续了 10 年的牛市后，投资者对继续上涨越来越持怀疑态度，资产配置重心开始逐渐从权益转向债券，从而不断推高美债收益率，这降低了黄金的吸引力，同时全球疫苗接种消息、美众议院批准新经济刺激计划等也使得投资者对经济复苏前景更加乐观，导致避险需求下降。短期内主导金价走势的仍然是经济复苏预期及美名义利率表现，随着市场对经济复苏的乐观估计增加，美债收益率仍有上升的空间，金价或将延续下跌态势。
- **原油：经济复苏乐观情绪推升原油需求前景，加上极端天气重创美油供应，油价连续上涨。**布伦特油价已连续三周维持在 60 美元之上，本周油价大幅上涨，主要得益于两个因素：经济超预期复苏和极端天气对美石油生产造成的十分不利影响。极端天气影响将是短暂的，但经济持续改善或将继续推动油价上涨，不过油价短期内涨幅或将放缓，中期预计将涨至 70 美元之上。
- **黑色产业链：黑色系价格分化，较强需求预期支撑螺纹钢价格继续大涨，但供应增加、需求不足及获利了结导致双焦价格大幅回调。**春节后第一周，螺纹钢现货市场交易活跃程度有所上升，成交量回暖，但整体看仍未恢复到正常状态。螺纹钢价格连续两周大幅上涨，主要源于较强的需求预期的支撑，后期一旦市场需求不及预期，价格不排除有阶段性回调风险。与螺纹钢相反，双焦市场偏弱运行，加上前期双焦价格涨幅较大，获利了结导致双焦期价大跌。在供应预期增加、下游集中去库之下，双焦价格或维持震荡调整状态。
- **人民币汇率：美国国债收益率上涨，中美国债利差收窄，人民币兑美元汇率下跌，预计未来人民币仍存在走弱可能。**本周美国公布 2020 年四季度 GDP 年化环比修正值增 4.1%，低于预期值 4.2%；；但高频数据来看美国上周当周初请失业金人数为 73 万人，预期 83.8 万人；1 月耐用品订单环比增 3.4%，为六个月来最大增幅，预期增 1.1%。远超预期的高频经济数据强化了投资者对于美国经济复苏的判断，美国国债收益率相应上涨。本周二美联储主席鲍威尔向国会做证词时表示美国经济复苏距离目标还有很长的路要走，美联储不会仅仅为了应对强劲的劳动力市场而收紧货币政策，向市场传达了宽松的货币政策信号。但鲍威尔的发言对美国国债收益率上涨影响有限。缩水的中美利差可能影响国际机构投资人民币债券的热情，进一步对人民币需求及汇率有所影响。预计未来美国国债收益率仍有一定上涨空间，人民币兑美元汇率存在进一步贬值可能。

风险提示：货币政策超预期收紧 信用风险集中爆发

目录

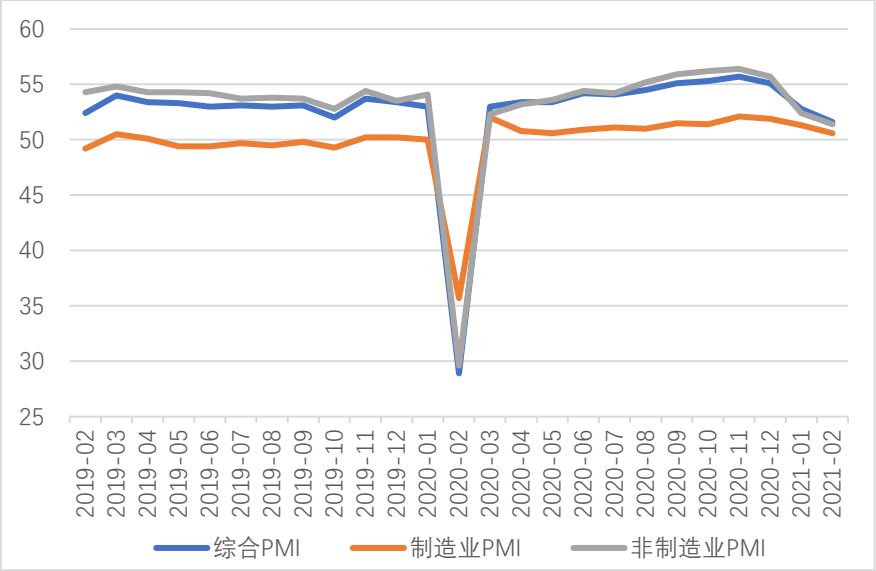
一、 本周重点经济数据分析 4
1.1 PMI 数据 4
1.2 每周要闻 6
二、 固定收益市场分析 6
2.1 资金面分析 6
2.2 利率债走势分析 8
2.3 存单与信用债分析 10
2.4 可转债分析 11
三、 主要资产价格分析 13
3.1 权益市场分析 13
3.2 黄金市场分析 15
3.3 原油市场分析 16
3.4 黑色产业链分析 17
3.5 人民币兑美元汇率分析 18

一、 本周重点经济数据分析

1.1 春节假期因素导致生产经营活动显著减弱，制造业和非制造业 PMI 双双回落

主要受春节因素影响，中国制造业生产活动和非制造业商业活动扩张势头继续放缓。国家统计局 2 月 28 日公布的数据显示，2 月制造业采购经理指数（PMI）为 50.6，较 1 月下降 0.7 个百分点，为连续三个月放缓，预期值 50.7；非制造业 PMI 为 51.4，较 1 月下降 1 个百分点，为 2020 年 3 月以来最低，预期值 52。制造业和非制造业 PMI 双双超预期回落，拖累综合 PMI 下降 1.2 个百分点至 51.6，但两个 PMI 仍处在扩张区间（50 以上），表明经济总体保持复苏态势。

图 1：2 月制造业和非制造业 PMI 继续回落（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

从制造业 PMI 各分项指数看，除出厂价格指数和生产经营活动预期指数外，其余指数均环比下降。2 月生产指数和新订单指数分别为 51.9 和 51.5，分别较上月回落 1.6 和 0.8 个百分点，说明制造业产需两端扩张力度有所减弱。但制造业景气面保持基本稳定，多数行业生产指数和新订单指数高于临界点，其中医药、通用设备、电气机械器材等行业生产指数高于制造业总体，且新订单指数高于 55，说明这些行业整体扩张较快。

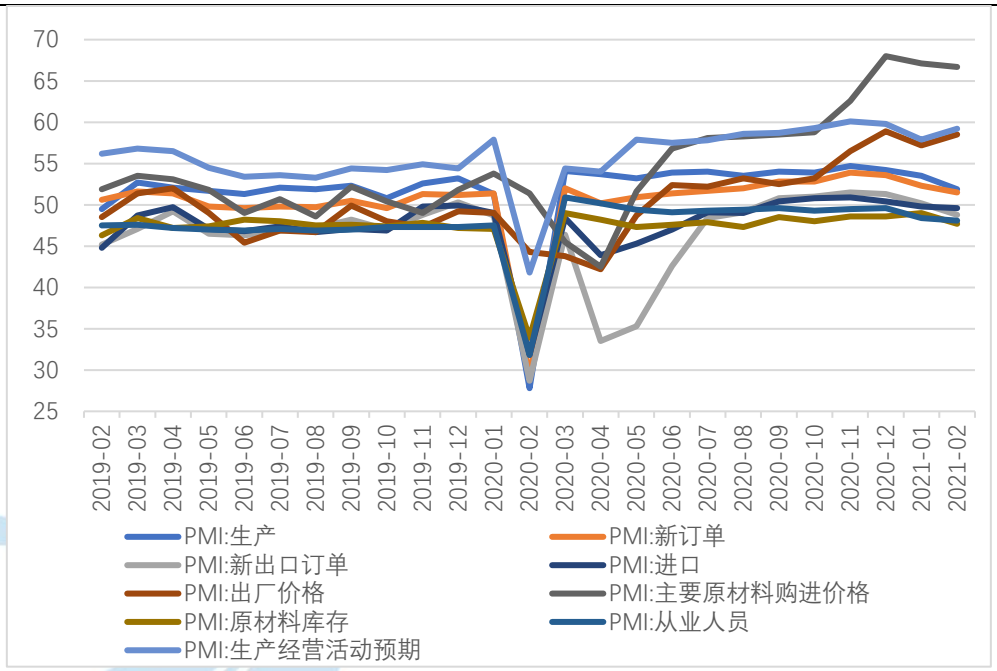
进出口景气度有所下降，2 月新出口订单指数和进口指数分别为 48.8 和 49.6，分别低于上月 1.4 和 0.2 个百分点，背后的原因是春节期间企业生产和采购活动放缓，导致制造业外贸业务较上月有所减少。不过出口企业生产经营活动预期指数为 60.8，处于高景气区间，表明多数制造业出口企业对今年外贸形势仍持乐观态度。

价格指数继续高位运行，主要是受国际大宗商品价格持续上行影响。2 月主要原材料购进价格指数为 66.7，微降 0.4 个百分点，且连续四个月位于高景气区间。但上游原材料行业如石油加工煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工、电气机械器材等的购进价格指数超过 70，短期内中下游企业的采购成本压力或将加大，数据表明成本传导已助推出厂价格上升，2 月出厂价格指数上升 1.3 个百分点至 58.5，仅次于 2020 年 12 月，为 2017 年 10 月以来次高水平。

就业方面，受春节假期部分影响，2 月从业人员指数在收缩区间继续下降 0.3 个百分点至 48.1，为 2020 年 3 月以来最低，节后一些制造业企业可能将存在用工缺口，用工成本或将加大。

企业经营预期则持续向好，对节后行业运营信心增强，2 月企业生产经营活动预期指数升至 59.2，高于上月 1.3 个百分点，依照规律，企业冀希望于春节假期过后的 3 月进入产销旺季，市场需求有望回升。

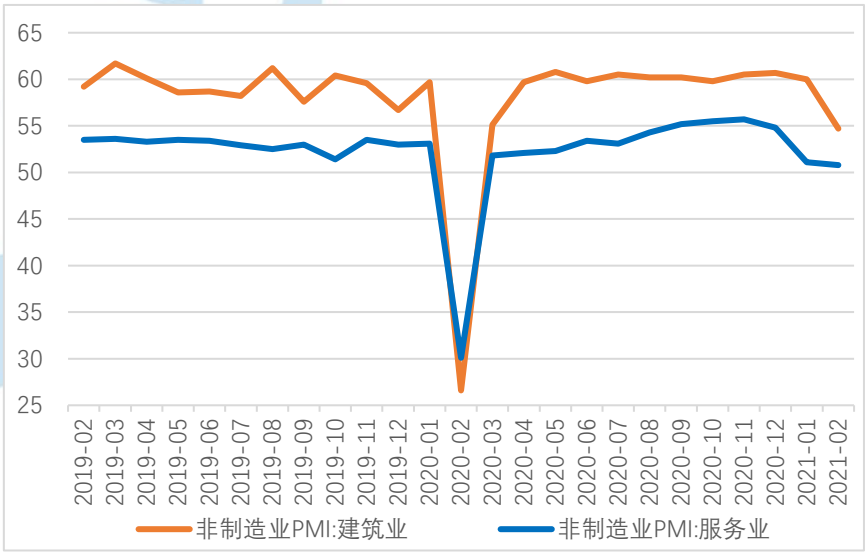
图 2：2 月大部分制造业指数环比均呈下降态势（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

非制造业方面，受春节假日及初春气温仍偏低等不利影响，建筑业施工进度和服务业扩张力度有所放缓。2 月建筑业商务活动指数为 54.7，低于上月 5.3 个百分点；服务业商务活动指数为 50.8，低于上月 0.3 个百分点。从行业角度看，与居民消费密切相关的零售、餐饮、娱乐等行业商务活动指数均高于上月且位于扩张区间；受就地过年政策影响，住宿、资本市场服务、租赁及商务服务等行业商务活动指数位于临界点以下。

图 3：2 月建筑业施工进度和服务业扩张力度均有所减缓（%）



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、重磅经济数据出炉，2020 年全国 GDP 总值 1015986 亿元

国家统计局官方网站 2 月 28 日发布《中华人民共和国 2020 年国民经济和社会发展统计公报》。初步核算，全年国内生产总值 1015986 亿元，比上年增长 2.3%。其中，第一产业增加值 77754 亿元，增长 3.0%；第二产业增加值 384255 亿元，增长 2.6%；第三产业增加值 553977 亿元，增长 2.1%。第一产业增加值占国内生产总值比重为 7.7%，第二产业增加值比重为 37.8%，第三产业增加值比重为 54.5%。全年最终消费支出拉动国内生产总值下降 0.5 个百分点，资本形成总额拉动国内生产总值增长 2.2 个百分点，货物和服务净出口拉动国内生产总值增长 0.7 个百分点。分季度看，一季度国内生产总值同比下降 6.8%，二季度增长 3.2%，三季度增长 4.9%，四季度增长 6.5%。预计全年人均国内生产总值 72447 元，比上年增长 2.0%。国民总收入 1009151 亿元，比上年增长 1.9%。全国万元国内生产总值能耗比上年下降 0.1%。预计全员劳动生产率为 117746 元/人，比上年提高 2.5%。

2、全国脱贫攻坚总结表彰大会隆重举行

全国脱贫攻坚总结表彰大会于 2 月 25 日上午在北京人民大会堂隆重举行。中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平向全国脱贫攻坚楷模荣誉称号获得者颁奖并发表重要讲话。大会对全国脱贫攻坚先进个人、先进集体进行表彰。

3、证监会发布公司债券发行与交易管理办法

2 月 26 日，证监会举行例行新闻发布会。证监会新闻发言人高莉表示，证监会修订发布公司债券发行与交易管理办法。管理办法主要内容有：一是落实公开发行公司债券的注册制，明确发行条件、注册程序，以及对证券交易场所的审核监督机制等；二是涉及证券法的适应性修订，包括证券服务机构的备案、管理人规定、募集资金用途、界定公开承诺披露义务、信息渠道区分专业投资者和普通投资者等；三是加强事中事后监管，压实发行人及实控人、承销机构、证券服务机构等中介机构责任，增加了限制结构化发债的条款；四是结合债券市场监管做了其他相关修订，调整公司债券的交易场所，取消公开发行公司债券的信用评级的强制性规定，明确非公开发行公司债的监管机制、强调发行公司债券业务应该符合地方政府性债券管理的相关规定。

高莉表示，下一步，证监会将继续规范发展交易所债券市场，推动完善债券市场的法规体制，强化准入监管，压实发行人、中介机构的相关责任，加强债券市场统一执法，依法查处各类违法违规行为，严厉打击恶意逃废债，维护债券市场秩序，推动债券市场服务实体经济的能力。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：本周央行净回笼 200 亿元，资金面延续宽松

1）央行的公开市场操作：央行公开市场净回笼 200 亿元

本周央行公开市场累计进行了 700 亿逆回购操作，本周共有 900 亿元逆回购到期，因此本周净回笼 200 亿元。下周（3 月 1 日至 3 月 5 日）央行公开市场将有 700 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 100 亿元、100 亿元、100 亿元、200 亿元、200 亿元；此外下周无 MLF 及央行票据到期。本周四央行还开展了 2021 年第二期央行票据互换(CBS)操作，本期操作量为 50 亿元，期限 3 个月，费率为 0.1%。

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	-500	0	0	-200	-200
7 天	100	100	100	200	200

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	50	0
国库现金定存	0	0	0	0	0
净投放	-400	100	100	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：本周资金面先紧后松。本周资金市场先紧后松，前半周由于税期降至以及资金逐步跨月，资金市场逐步收紧，各期限回购利率均于周二达到本周高位，随后逐步放松，同时本周五由于隔夜回购已实质跨月，隔夜利率相应上涨。综合来看本周利率波动多是税期及跨月因素导致，且二月并非缴税大月，资金面受税期的影响相对有限。银行间回购利率 R001 和 R007 加权平均降至 2.2122%、2.3667%；交易所回购利率 GC001 和 GC007 加权平均降至 2.2320%、2.2840%。

表 2：本周货币市场利率（%）

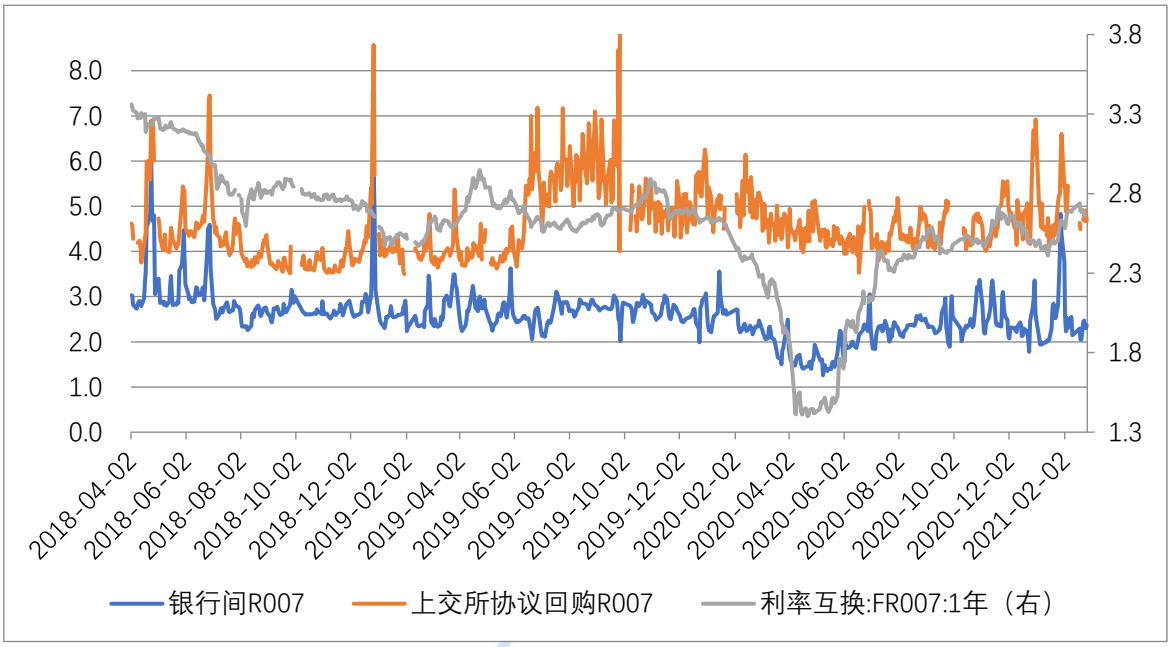
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	1.5585	1.9909	1.5522	1.7467	2.2122
	R007	2.4461	2.4707	2.3326	2.2990	2.3667
	R014	2.5880	2.6883	2.6330	2.5150	2.4660
	R021	3.0806	3.0137	2.9301	2.9264	2.9008
	R1M	3.1117	3.1919	3.1748	3.2277	3.3959
上交所协议回购	206001	4.4730	4.7960	4.7230	4.7850	4.6710
	206007	4.7040	4.8090	4.6760	4.9090	4.6710
	206014	4.9710	4.9260	4.8640	4.7080	5.1450
	206021	4.9990	6.0840	6.0770	5.8690	6.1160
	206030	6.7940	7.2220	6.8590	7.0170	6.4800
利率互换定盘：1Y	FR007	2.6835	2.6958	2.6844	2.6629	

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：预计三月第一个星期资金市场维持平稳

本周资金市场虽存在波动，但多为税期及资金跨月所致。总体来看央行本周操作仍较为平稳。上周牛年第一个 LPR 公布，1 年期、5 年期利率均保持不变，同时央行等量续作 MLF，利率维持原水平，传达出的信号较为中性，央行减少节前节后公开市场操作量主要原因是就地过年降低取现需求，春节取现对于资金市场的冲击减少。综合来看三月第一周仅有 700 亿元逆回购到期，资金面急剧变化的可能性有限。

图 4：本周资金面先紧后松（%）



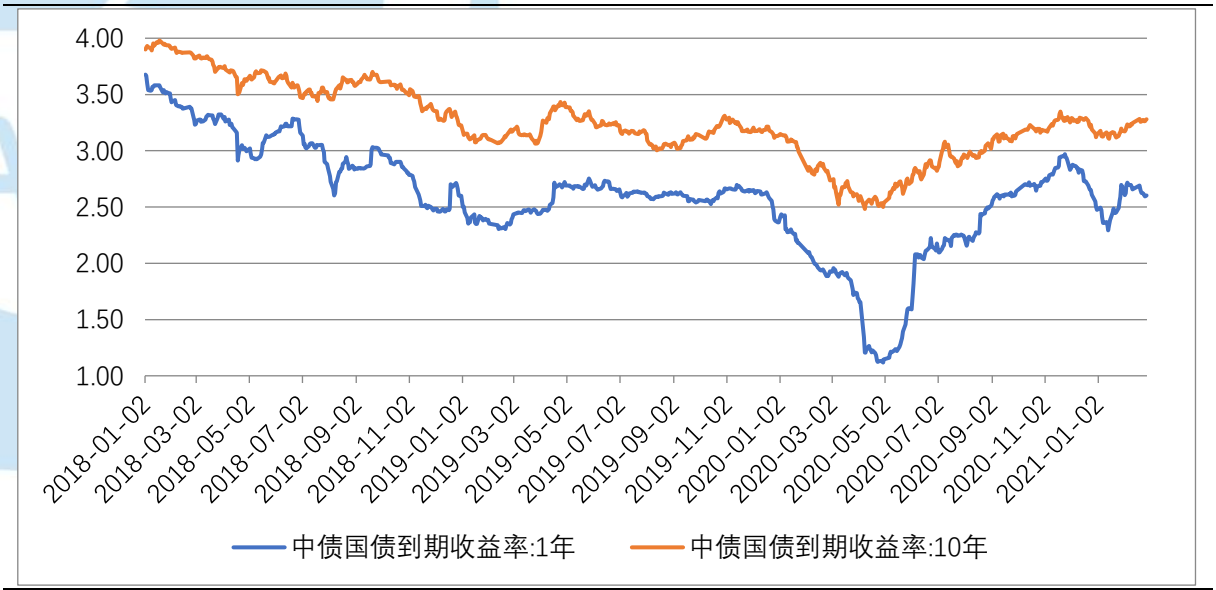
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析：短期内通胀预期仍高，债市仍需谨慎

1）利率债走势复盘：资金面宽松，美债收益率持续上行，长债收益率承压

本周资金面延续宽松，受通胀预期影响，美债收益率加速上行，国内债市承压。本周，周一，央行净回笼 400 亿元，随后两天，每日净投放 100 亿，周四周五均为零投放，全资金面非常宽松，隔夜利率保持在 2.0 之下，但是商品价格上涨，美债收益率上行，一度突破 1.6%，持续压制债市情绪，全周，10 年国开债活跃券 200215 先下后上，较上周收益率上行 0.75BP 至 3.7475%；10 年国债活跃券 200016 上行 1BP 至 3.2775%。

图 5：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：经济复苏，通胀预期抬升，关注 3 月流动性变化

目前市场的通胀预期仍较高，对债市情绪上造成压制。除此之外，从近期的高频数据来看，经济复苏的趋势仍然在延续。1）春节假期之后地产销售迅速恢复，根据 30 大中城市商品房成交面积来看，该数据从春节期间的“3.3 万平快速恢复至 63.59 万平的正常水平，我们将过去 10 年数据中的春节月的数据剔除之后，可以计算出 2010 年至今的月度销售均值数据的均值为 55 万平，中位数为 54.5 万平，超过中位数，我们认为地产销售偏强，当月度均值连续两个月超过中位数，则需要引起关注，而该数据自去年 6 月以来持续偏强。2）集装箱运价指数持续上涨，表明外需仍强，1 月以来中国出口集装箱运价指数（CCFI），上海出口集装箱运价指数（SCFI）加速上涨，斜率上升明显，除了春节因素之外，更多反映了出口需求强烈。3）钢铁价格在库存走升，反映钢厂和钢贸商对未来预期乐观，2 月以来钢铁库存继续上升，主要由于春节假期带来相关活动放缓。社会库存由 1 月底的 1156 万吨上升至 2120 万吨。从价格方面来看，2 月份以来钢铁价格有所走升。

表 3： 30 大中城市商品房成交面积

月份	2020 年 6 月	2020 年 7 月	2020 年 8 月	2020 年 9 月	2020 年 10 月	2020 年 11 月	2020 年 12 月	2021 年 1 月
成交面积（万平）	60.52	58.37	54.46	60.66	51.28	56.45	65.79	56.28

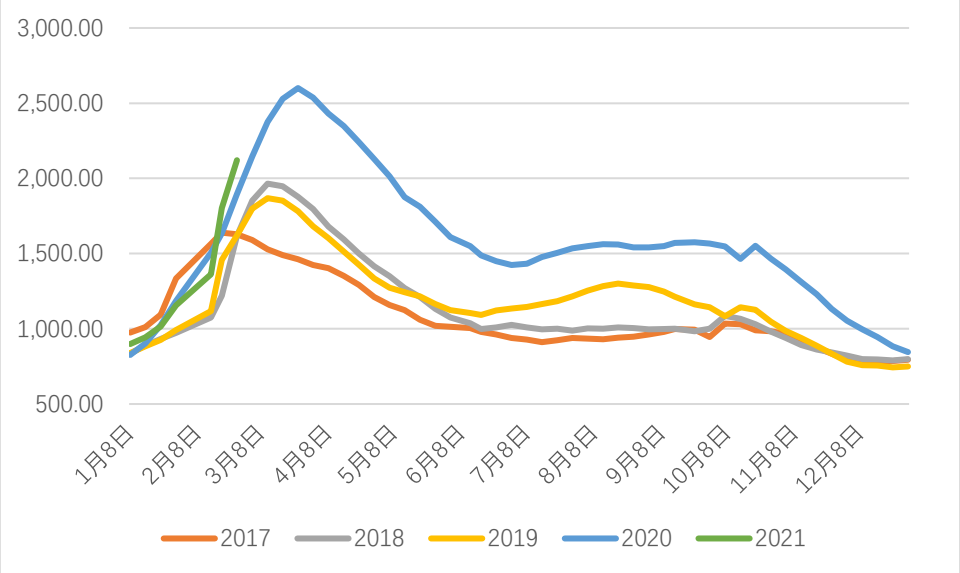
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

图 6：集装箱货运指数同比大幅上涨（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

图 7：钢材库存较往年相比上升（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2 月的资金面宽松未必能够延续，需要关注地产销售数据，当前债市仍需谨慎。当前货币政策依然是影响债市走势的最关键因素，虽然 2 月以来资金面持续宽松，但并不代表央行有意维持宽松的资金环境，考虑到 2 月本就没有太多的公开市场到期，并且也缺少其他资金流出银行体系的因素，因此央行没有收紧流动性的抓手，同时，根据历史数据来看，历年两会之前，资金面大多维持平稳。需要关注当前地产销售热度是否延续，若销售数据持续偏强，那么央行大概率会进一步收紧资金面。

2.3 存单与信用债分析：各等级期限收益率下性，短端收益率下行更多

1）一级市场发行：存单发行量大幅上升，信用债净融资额由负转正

同业存单方面，本周同业存单发行量约 10196.1 亿元，到期量约 4538.2 亿元，净融资额较上周由负转正，为 5,657.90 亿元。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 9.7bp 报 2.5495%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 5.53bp 报 2.899%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 8.53bp 报 3.0403%，9M 存单平均发行利率较上周下行 4.03bp 报 3.102%。

信用债方面，一级市场信用债净融资额由负转正。本周非金融企业短融、中票、企业债和公司债合计发行约 2,258.84 亿元，到期量约 1,549.95 亿元，净融资额为 708.89 亿元。

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全面下行，其中 AAA 级 1 年期收益率下行幅度最大为 9.05bp，AA+级 1 年期、AA 级 5 年期、AA 级 1 年期、AA+级 5 年期收益率较上周分别下行 7.05bp、7.02bp、6.05bp、6.02bp，其余各等级和各期限信用债收益率下行幅度在 1～4bp 之间。

表 4：信用债各期限收益率水平（%）

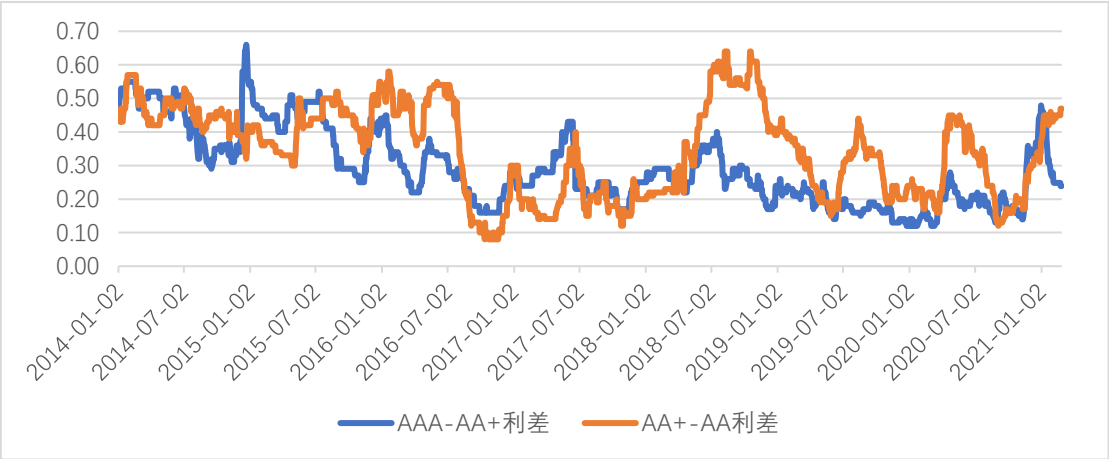
信用债种类	当前利率（%）	2013 年以来分位数（%）	较上周变动（BP）
信用债(AAA):1 年	3.182	28.00%	-9.05
信用债(AAA):3 年	3.7015	33.50%	-2.71
信用债(AAA):5 年	3.864	27.50%	-1.01

信用债(AA+):1 年	3.401	30.30%	-7.05
信用债(AA+):3 年	3.940	34.70%	-3.71
信用债(AA+):5 年	4.193	27.90%	-6.02
信用债(AA):1 年	3.781	34.60%	-6.05
信用债(AA):3 年	4.410	39.50%	-1.71
信用债(AA):5 年	4.673	30.60%	-7.02

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 24bp，AA+和 AA 之间的利差较上周走阔 2bp 至 47bp。

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，城投债信用利差较上周走阔 4.15bp，处于 2013 年以来的 50%历史分位数水平；产业债中 10 个行业利差收窄，26 个行业利差走阔，其中电子(-7.68bp)行业利差收窄幅度最大，汽车(16.14bp)、钢铁（13.58bp）、电气设备（11.60bp）、煤炭开采（7.07bp）、商业贸易（6.10bp）、计算机（5.95bp）和农林牧渔（5.23bp）行业利差走阔明显，其余行业利差变动均在 5bp 之内，计算机（100%）、轻工制造（98%）、农林牧渔（97%）、钢铁（96%）、电气设备（88%）、汽车（84%）电力（83%）行业利差处于较高历史分位数水平。

区域利差方面，仅广东城投债信用利差较上周小幅收窄 0.86bp，其余省份信用利差均呈走阔，天津信用利差走阔幅度最大为 23.44bp，黑龙江、吉林、江西、新疆信用利差分别走阔 12.28bp、10.49bp、10.49bp、10.47bp，贵州、内蒙古、湖南、云南、辽宁、陕西、重庆 7 省信用利差走阔 5～10bp，其余省份信用利差走阔幅度小于 5bp。

2.4 可转债分析：权益市场全周震荡下行，转债市场随权益市场下跌但跌幅相对较小，关注顺周期、银行、疫情退出的交易逻辑、TMT、高端制造方向的成长标的

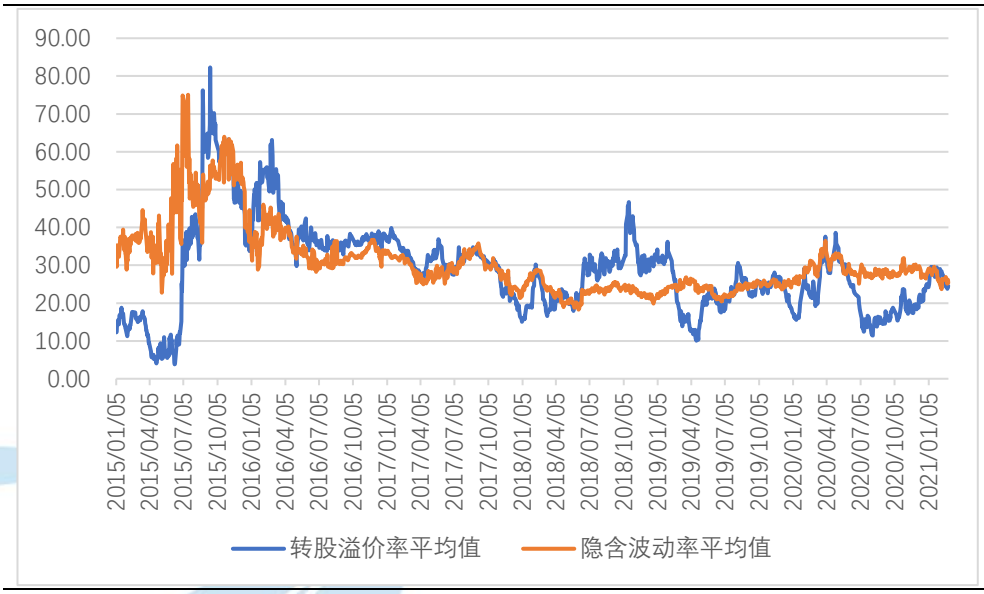
1）可转债的走势复盘：权益市场全周震荡下行，转债市场随权益市场下跌但跌幅相对较小

本周权益市场全周震荡下行，上证指数本周收于 3509.08 下跌 5.06%，深证成指本周下跌 8.31%，创业板指本周下跌 11.30%，中小板指本周下跌 9.15%。可转债市场随权益市场下跌但跌幅相对较小，抗跌属性有所体现，本周上证转债下跌 1.32%至 327.10，深证转债下跌 2.02%至 255.58，中证转债下跌 1.50%

至 365.44，其中，广电转债、盛路转债、金陵转债、鸿达转债、寒锐转债等领涨，赣锋转债、赣锋转 2、金禾转债、安 20 转债、欧派转债等领跌，六成转债录得下跌行情。一级方面，仅嘉元转债一只转债发行，彤程转债、一品转债、美力转债三只转债上市。

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明显大幅下跌，隐含波动率小幅下行。

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：权益市场慢涨延续，转债抗跌属性近期有所体现，关注顺周期、银行、疫情退出的交易逻辑、TMT、高端制造方向的成长标的

预计充裕的市场流动性推动权益市场慢涨延续。权益市场依然处于轮动慢涨的下半场，主要驱动已从基本面切换至流动性。国内外货币政策都暂不具备全面转向的条件，且市场对宏观流动性的敏感度降低。国内基金新发规模依然较高，海外资金风险偏好提升，待入市资金规模庞大，充裕的市场流动性预计将推动权益市场慢涨延续。

春节后市场风格有所均衡，但是顺周期主线仍旧是市场表现最好的板块之一。转债市场则表现出顺周期上涨与低价标的联袂修复的场景。顺周期行情行至当前，主线仍没有出现变化。相关标的愈发的集中和明确，建议投资者在这一方向下重点参与。下半场的顺周期向量价齐升逻辑的个券聚焦，重点关注有色、能化、农产品。而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关注，建议重点关注交通运输、餐饮文娱、旅游酒店等板块。前期低价标的的修复使市场再次关注到“双低”转债的配置价值，在机会成本高企、市场信用分层严重的背景下，无差异参与低价标的并不可取。把握股性，寻找错杀优质标的更值得推荐，部分标的仅由于系统性的冲击给出了低价高弹性的参与机会，后续市场的极端分化存在缓和可能，重点关注 TMT、高端制造方向下的成长标的。

春节后权益市场整体下跌较大，但转债指数跌幅相对小，转债的抗跌属性有所体现。高平价的转债或有调整风险，可关注债底支撑较好的低估值转债。后续投资者可考虑以下配置方向：（1）全球经济复苏，顺周期行情还将延续，建议继续关注顺周期板块正股对应的转债；（2）当前银行转债估值有所修

复，部分银行发布的业绩快报中净利润同比大幅上升，建议关注银行转债的配置机会；（3）疫情退出的交易逻辑值得关注；（4）把握股性，寻找错杀优质标的，关注 TMT、高端制造方向下的成长标的。

三、 主要资产价格分析

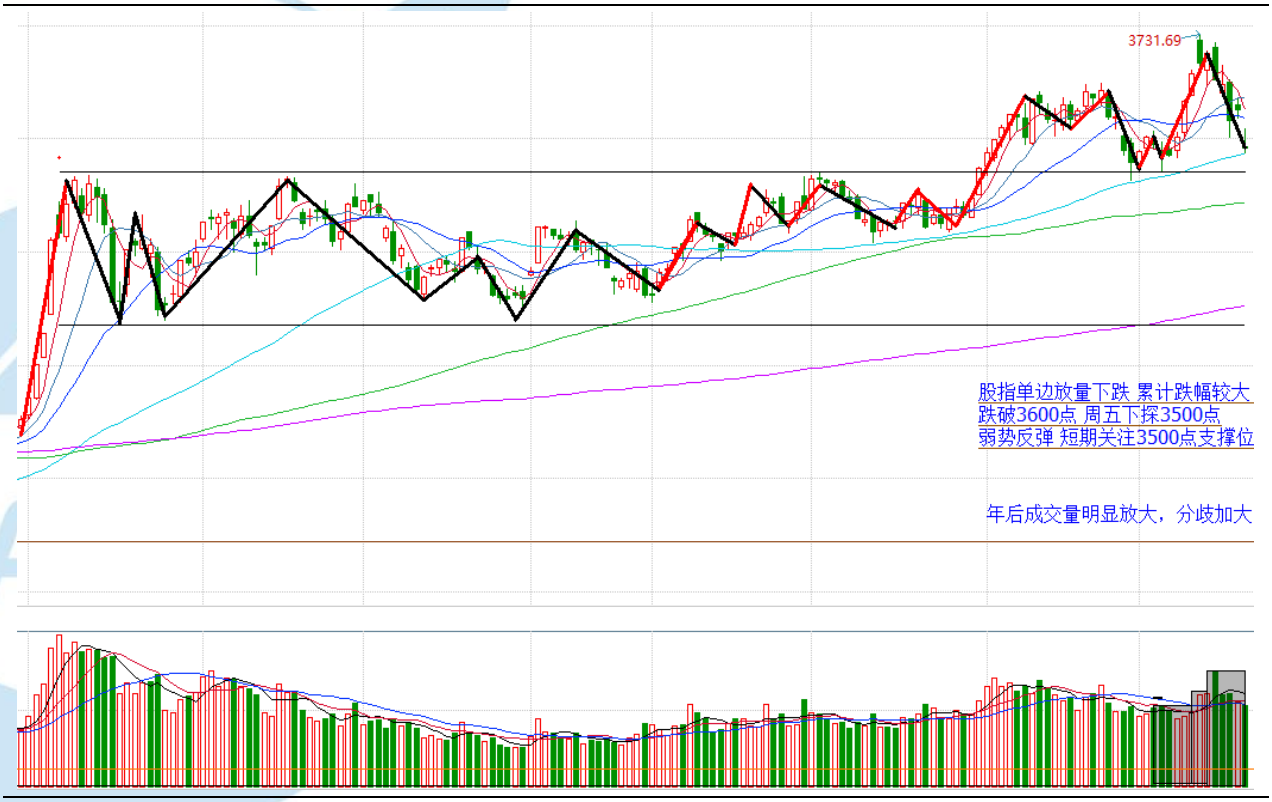
3.1 权益市场分析：风险释放后短期或维持震荡 关注军工、消费服务及银行等低估值板块

1) 权益市场走势复盘——三大股指大幅下挫 抱团风格瓦解

本周市场单边下跌，核心资产领跌；上证综指最终报收 3509.08 点，本周放量下跌 5.06%，后市考验 3500 点支撑。同期深证成指和创业板分别下跌 8.31 和 11.30%。三大股指皆收巨阴线，多空力量悬殊。量能方面，两市成交 5.22 万亿，环比近几周明显放大。

盘面上，市场结构性分化，高估值核心资产与机构重仓股领跌，中证 500 较为抗跌，消费服务业较为强势。据 wind 统计，全周累计上涨的公司家数为 1765 家，占比 42.02%；下跌个股达 2355 家，占比公司总数量为 56.07%，其中累计跌幅超过 5%的公司数量有 2163 家。核心资产下跌较为明显，反弹乏力，风格切换明显。本周北向资金合计卖出 75.01 亿，外资出逃现象明显。行业方面，30 个中信一级行业仅 5 家实现上涨，房地产、钢铁、综合分别上涨 4.29%、1.16%和 0.53%。从 A 股市场总体表现看，受流动性收紧的预期影响，新兴领域核心资产跌幅较大，抱团现象有所瓦解。

图 10：上证综指大幅下挫 放量明显



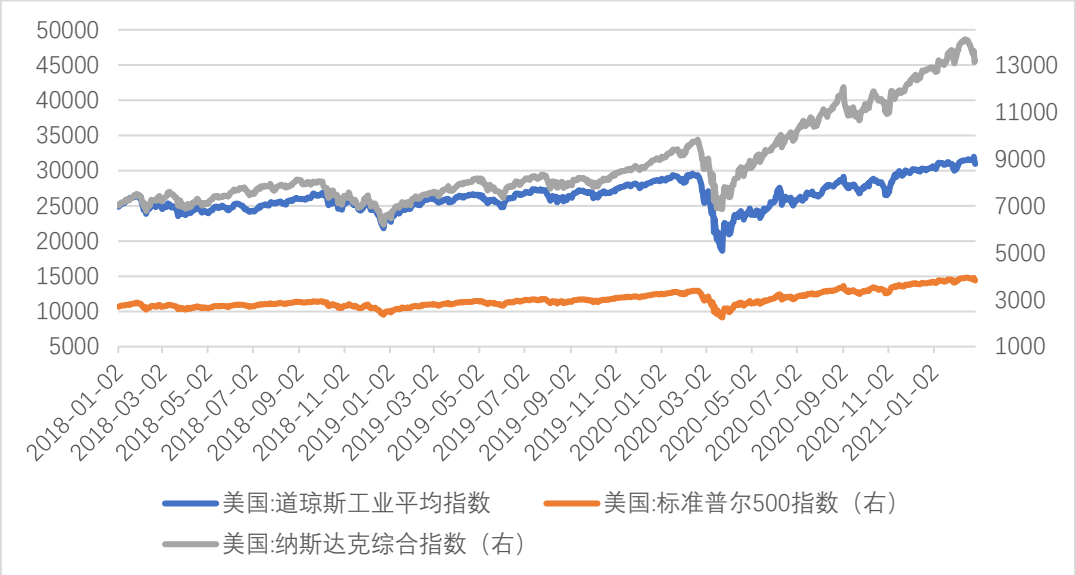
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，美股三大指数均下跌，道指本周下跌 1.78%，报 30932.3700 点，纳指本周下跌 4.92%，报 13192.3500 点，标普 500 指数本周下跌 2.45%，报 3811.1500 点。

本周美国短期经济数据超预期，上周当周初请失业金人数为 73 万人，预期 83.8 万人；1 月耐用品订单环比增 3.4%，预期增 1.1%，远超预期的经济数据增强了投资者对于美国经济加速复苏，退出宽松货币

政策的猜想，美国国债利率上涨。虽然美联储主席鲍威尔本周声明美国不会快速退出宽松的货币政策，但是对市场影响有限，当天股市达到一周高点后下半周美股继续维持下跌态势。

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——风险释放后短期或维持震荡 关注军工、消费服务及银行等低估值板块

三大因素共振导致市场连续下挫。一是前期获利巨大的抱团股持续暴跌，大幅打击市场整体风险偏好和资金情绪，基民赎回潮导致基金被动减仓，新基金保持观望，从而形成负反馈。二是近期美债收益率持续上涨，十年期国债一度突破 1.5%，引发全球风险资产抛售潮。三是香港提交法案上调印花税的突发政策让市场倍感意外，打击内资风险偏好，南下资金当然大幅流出 166 亿人民币，为今年首次净流出，港股大跌并施压 A 股。由于国内政策保持了相当的独立性，A 股市场受外部波动的影响仍相对较小。

展望后市，国内流动性最紧张的时候已经过去。春节后市场流动性得到持续改善，当前 7 天期 shibor 利率已由 1 月底的 3%以上大幅回落至 2%以下。并且，在 3、4 月国内投资建设密集开工、工业品涨价效应传导之前，国内通胀压力仍较小，货币政策预计不会出现显著收紧变化。

场内资金情绪总体稳定。本周北向资金合计卖出 75.01 亿，外资出逃现象明显。截止周四的两融数据，本周融资净买入 106.18 亿元，印证内资情绪较为稳定。不过，基金赎回增加或增添短期不确定性。近期基金净值下跌幅度较大，基金赎回增加，可能对高估值板块形成一个负反馈影响，使得机构资金被动减仓，进一步下跌引起赎回潮。同时，抱团股的杀跌压制市场风险偏好，而低位的中小盘个股由于缺乏持续上涨逻辑仍难以抵抗。后期需密切观察这一现象。

下周两会开启，政策预期有望支持市场。全国政协十三届四次会议和十三届全国人大四次会议（即两会）将分别于 3 月 4 日和 5 日开幕，市场迎来两会前的重要时刻。根据历史表现，两会期间对政策的良好期待有望对短期市场构成较强支持。

海外方面，全球金融市场短期动荡未定，或继续影响 A 股。近期美债收益率持续上涨，中长期债券利率表现更为明显。周四（2 月 25 日）10 年期美债涨 144.4 个基点报 1.52%，创一年新高，并引发全球风险

资产动荡。美国疫情形势持续缓和、就业和经济数据普遍向好叠加美联储维持宽松表态等三因素共振，推动市场对中期经济恢复和通胀预期增强，是美债收益率大幅上升的主要原因。

但从中期看，我们认为不必过度担忧海外市场动荡。近期市场调整是由于前期快速上涨而积累的获利了结情绪得到释放，而从中期看美联储将继续提供货币政策支持，即便在看到经济改善的情况下，也将维持债券购买计划不变。并明确美联储加息条件为失业率降至4.3%以下、通胀达到2.0%、通胀预期超过2.0%，显示中长期全球将继续维持货币宽松的环境。

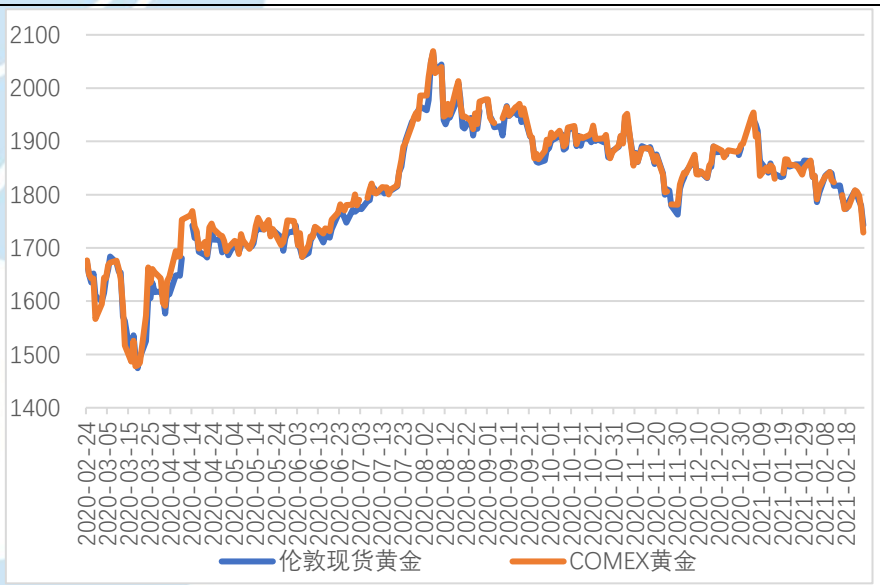
综合来看，节后市场的连续下跌一定程度上释放了风险，短期存在两会政策预期支撑，长期继续受益于居民理财资金和全球配置资金的持续入市。市场或进入震荡整理。在市场已释放恐慌情绪后，建议加大配置中国优质资产。

外部波动传导至高估值行业的压力大于低估值行业，与海外流动性关联性较高的消费行业的压力大于周期和价值。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

3.2 黄金市场分析：疫苗接种利好、经济复苏前景及新经济刺激法案预期通过等因素导致避险情绪下降，金价加速下跌

周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日大跌36.8美元，或-2.07%，收报于1742.85美元/盎司，全周累计跌幅2.43%；美国COMEX黄金期货结算价大跌46.6美元，或-2.62%，收报于1728.8美元/盎司，全周累计跌幅2.73%。金价近期已连跌4周，并跌至去年6月的价格水平，金价在去年8月创下历史新高超2000美元后，一直处于单边下行趋势。

图 12：金价本周继续下跌，且跌幅加快（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

金价先涨后跌，但全周录得下跌，跌幅超2%，主要原因在于美国权益市场连续创新历史新高并持续10年牛市后，投资者对继续上涨越来越迟怀疑态度，资产配置重心逐渐从权益转向债券，不断推高美国10年期国债收益率（殖利率），降低了黄金的吸引力，同时全球及美国疫苗接种利好消息、美众议院批准拜登政府1.9万亿美元经济刺激计划等也使得投资者对经济复苏前景更加乐观，避险需求下降。

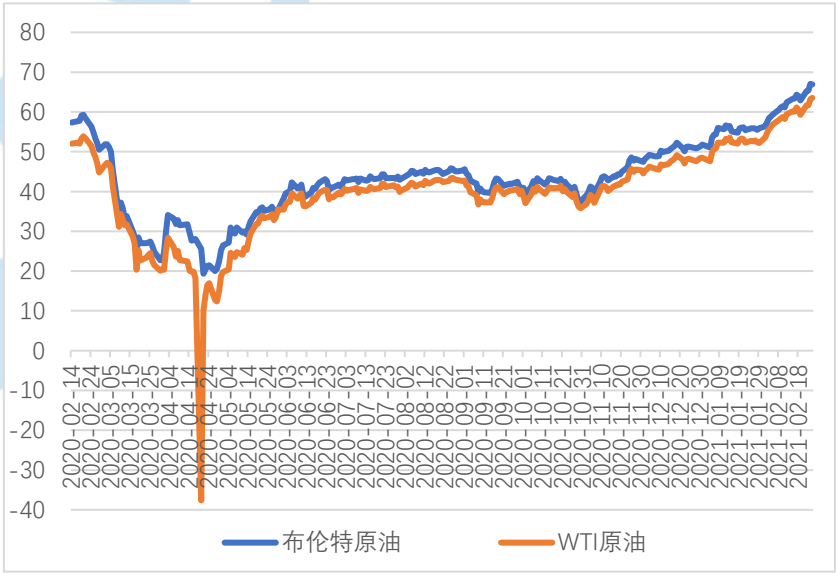
周一，美元走软和美债收益率上升引发市场对通胀的担忧增加，投资一度流入黄金，并拉升金价约1.5%。但周二开始，随着全球各国疫苗接种进展顺利，美新拜登政府努力推进规模大1.9万亿美元的新经济刺激政策在国会通过的可能性提高，各项数据显示经济复苏比预期要好，美国10年期国债利率不断上升，推升了未来债券的预期收益，同时一方面市场避险需求下降，另一方面增加了黄金持有成本，都降低了黄金对投资者的吸引力，导致金价连续下跌，且跌幅有所加速，仅周五金价便下跌超3%。不过，周二美联储主席鲍威尔发表讲话称，经济复苏“不均衡且远未完成”，美联储还需要“一段时间”才会考虑改变其为帮助经济恢复充分就业而采取的政策，他“预计通胀不会升至令人不安的水平”，美元指数因此回升，使得金价跌幅缩小。

短期内主导金价走势的仍然是经济复苏预期及美名义利率表现，我们判断近期市场对经济复苏的乐观估计，美债收益率仍有上升的空间，将对金价不利。美拜登新政府1月20日上台后，就将尽快控制疫情和恢复经济作为最重要的两项工作任务来抓，而且两方面同时进行，一方面政府在全国范围内快速推进疫苗接种，目前每天有超过100万人完成接种，疫情感染率已出现明显下降；另一方面政府积极推进大规模经济刺激方案在国会尽快通过，该刺激方案周五已经在美国众议院已经投票通过，下周将送至参议院投票审批，尽管仍面临一些分歧，但预计最终通过的可能性较大。我们认为短期内疫苗和经济刺激带来的市场乐观情绪仍在，美国经济复苏的动力较强，美债收益率或将继续升至2附近，这个数值也是美联储能够容忍的水平，因为去年8月美联储称允许通胀率超过目标上限2%。综合来看，金价在去年8月创下新高后便处于下降通道，当前经济环境超预期改善将对金价继续，金价预计将继续下跌至1700美元之下，中期有进一步下跌至1600美元的可能性，即疫情前水平。

3.3 原油市场分析：经济复苏乐观情绪推升原油需求前景，加上极端天气重创美油供应，油价连续上涨

周五，布伦特原油期货合约结算价较前一交易日下跌0.75美元，或-1.12%，收报于每桶66.13美元，但全周累计上涨5.12%；美国WTI原油期货合约结算价下跌2.03美元，或-3.2%，收报于每桶61.5美元，全周累计上涨3.81%。整个2月，两个基准油价已累计上涨约18%，为去年5月以来的月度最大涨幅，目前油价已涨至去年年初的水平。

图13：受市场乐观情绪和美德州极端天气影响，油价继续上涨（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

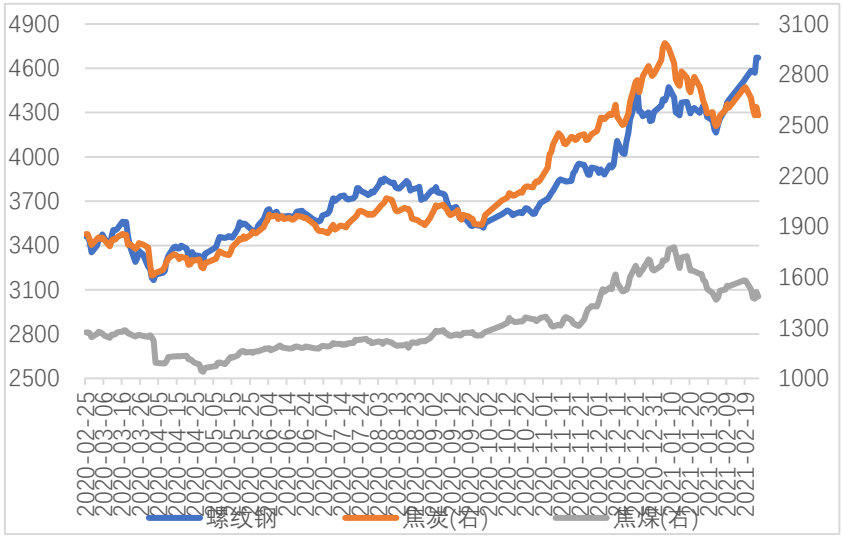
油价的不断上扬主要得益于两个因素：经济超预期复苏和极端天气对美石油生产造成的十分不利影响。一方面，市场普遍预计主要经济体今年将明显回暖，从去年深度衰退中复苏，因为基数效应，上半年经济增速将创新历史新高，尤其是当前各国正在积极推进疫苗接种，疫苗接种率最高的以色列已接种近九成民众，阿联酋等几个国家疫苗接种率也超过一半，美国疫苗接种也已完成两成，欧美国家公布的PMI 和失业率数据也偏乐观，加上美政府正在推动通过大规模财政刺激以推动经济快速恢复到正常水平，这都给经济持续向好锦上添花，从而提升了未来的原油需求前景。另一方面，发生在两周前的美国南部恶劣的极寒天气导致南部一些州停水停电，也重创了德州的石油生产设施，尽管本周部分设施已陆续恢复生产，但仍没恢复到常规水平。据估计，因为此次严寒，美国油企共关闭了 200-400 万桶/日的石油产能，而且一些生产设施已永久损坏，导致产能关闭时间可能比预期更长。美国能源信息署（EIA）数据显示，截至 2 月 19 日当周，美国原油总产量下降 110 万桶/日，至 970 万桶/日，追平史上最大周度降幅，炼厂炼油量也大幅下降。经济复苏前景改善和美极端天气导致的供应减少持续推动油价上涨。不过周五，由于美元上涨和美债收益率持续攀升，油价有小幅回调。

极端天气影响将是短暂的，但经济持续改善或将继续推动油价上涨。德州等美国南部的极端天气必将很快过去，不利影响也将得以快速纠正，仅对油价产生短期影响，助推了近两周油价加速上涨。尽管疫苗产能存在不足及疫苗分配存在不公平问题，但随着疫苗产能的有效提升，这些问题都将得以解决，疫苗接种带来的疫情减缓将成为经济复苏的最大推动力，经济复苏带来的需求上升仍将成为油价上涨的主要因素。近期沙特宣称随着油价回升计划在下月的油国联盟会议上宣布取消单方面减产的做法，从而引起市场对原油供给将增加的担忧，但我们判断，由于油价并未完全企稳，疫情也远未过去，产油国全面取消减产的可能性不大，即使放松减产力度，预计放松规模也不会很大，对油价的影响将不会太明显，因此供给端将不会成为主导未来油价的主要因素。不过经过连续快速上涨，短期油价涨幅或将放缓，中期油价预计将涨至 70-80 美元，近期高盛提高油价预测，布伦特原油价格将在第二季度升至每桶 70 美元，第三季度进一步升至 75 美元。

3.4 黑色产业链分析：较强需求预期支撑螺纹钢价格继续大涨，但供应增加、需求不足及获利了结导致双焦价格大幅回调

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周五每吨上涨 139 元，收报于 4671 元/吨，涨幅 3.07%；焦炭价格每吨大跌 166 元，收报于 2559 元/吨，跌幅 6.09%；焦煤价格每吨大跌 96.5 元，收报于 1484 元/吨，跌幅 6.11%。

图 14：黑色系价格分化，螺纹钢价格大涨，双焦大跌（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

螺纹钢价格连续两周大幅上涨，主要源于较强的需求预期的支撑，如果需求不及预期，将面临回调风险。春节后第一周，螺纹钢现货市场交易活跃程度有所上升，成交量趋于回暖，但整体看仍未恢复到正常状态。基本面方面，电炉钢利润处于高位，短流程生产进行高，电炉复产进程有所加快，导致螺纹钢产量边际增量处于今年高位，螺纹钢周度产量 318.92 万吨，环比回升 10.04 万吨。但需求端仍显得疲软，螺纹钢表观消费恢复速度明显弱于 18-19 年同期水平，终端需求释放略显缓慢，因此螺纹钢库存仍在继续累积之中，本周总库存（长库+社库）1736.8 万吨，较上周上升 216 万吨，增幅较上周有所收窄，这对螺纹钢价格不利。而螺纹钢期价连续上涨主要来自较强的需求预期的强力支撑，未来真实需求有待兑现，后期一旦市场需求不及预期，价格不排除有阶段性回调风险。

与螺纹钢相反，上游材料焦炭、焦煤市场偏弱运行，加上前期双焦价格涨幅较大，获利了结导致双焦期价大跌。经过之前连续 9 轮提涨后，本周开始山西钢厂开始对焦炭第二轮提降，降幅 100 元/吨，受现货提降及黑色强预期影响，期货延续震荡调整。焦炭 05 合约价格周五盘中涨幅最高近 4%，后冲高回落，后半周宽幅震荡明显加大，在一定程度上反映了市场复杂情绪。从供需看，焦炭产量稳步增加，铁水产量基本持平，焦化厂出货积极。一方面目前期货价格盘面提前反应现货 4 轮提降，短期内看空预期得到兑现，或维持震荡调整的状态。另一方面，需求旺盛的预期仍然存在，开工率与铁水产量维持高位，焦炭各环节库存处于低位，叠加宏观乐观预期，盘面价格继续下探空间有限。

焦煤现货市场亦偏弱运行，在供应增加较快、下游集中去库存的压力下，焦煤价格大幅下跌。从供需来看，本周国内煤矿产量恢复较快，同时海外焦煤因海关政策并未放松导致进口量较少，而下游焦炭产能增加，且均保持高开工，但节前补库过高，节后开始有意去库存，导致煤矿库存累积。在供应预期增加、下游集中去库下，焦煤期货或维持震荡调整的状态。

3.5 人民币兑美元汇率分析：美国国债收益率上涨，中美国债利差收窄，人民币兑美元汇率下跌，预计未来人民币仍存在走弱可能

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.4713，较上周下调 0.1375%。即期汇率报 6.4590，较上周下调 0.0232%。美元指数报 90.2149，本周跌 0.12。

本周美国公布 2020 年四季度 GDP 年化环比修正值增 4.1%，低于预期值 4.2%；；但高频数据来看美国上周当周初请失业金人数为 73 万人，预期 83.8 万人；1 月耐用品订单环比增 3.4%，为六个月来最大增幅，

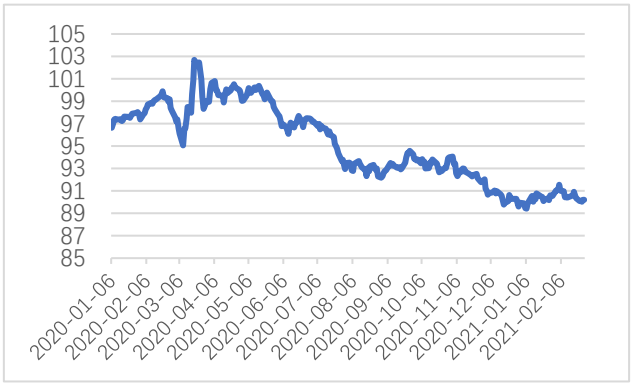
预期增 1.1%。远超预期的高频经济数据强化了投资者对于美国经济复苏的判断，美国国债收益率相应上涨。本周二美联储主席鲍威尔向国会做证词时表示美国经济复苏距离目标还有很长的路要走，美联储不会仅仅为了应对强劲的劳动力市场而收紧货币政策，向市场传达了宽松的货币政策信号。但鲍威尔的发言对美国国债收益率上涨影响有限，本周中美国债利差持续缩小。中美利差缩水可能影响国际机构投资人民币债券的热情，进一步对人民币需求及汇率有所影响。预计未来美国国债收益率仍有一定上涨空间，人民币兑美元汇率存在进一步贬值可能。

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：美元指数小幅下跌



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。