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:节前资金面延续宽松，货币政策预期转向，长债收益率上行（2021.02.08-2021.02.12）

摘要

- **CPI/PPI：高基数及非食品价格回落导致 CPI 再度转负，一季度将保持低位，PPI 则继续回升。**尽管春节假期因素、局部疫情及低温等综合因素拉动食品价格环比上升，但春节错位也导致去年基数偏高，1 月 CPI 再次转负。PPI 同比回正，主要得益于工业生产恢复、需求回暖以及上游原材料价格和大宗商品价格回升。去年一季度 CPI 保持在高位，基数效应或将继续发挥作用，整个季度 CPI 将保持在较低水平，但二季度 CPI 有望回升趋稳，工业生产旺盛也将继续推动 PPI 保持回升势头。

- **金融数据：居民和企业信贷需求保持旺盛，人民币信贷和银行承兑汇票推动社融超预期增长。**1 月社融呈现较强季节性特征，新增规模超市场预期，主要推动来自人民币贷款和未贴现银行承兑汇票。人民币信贷结构继续优化，中长期贷款占比提高，继续支撑信贷新增。M1 和 M2 增速倒挂，是因为明显受到了春节错位及疫情的影响。随着经济增速逐渐恢复常态，社融同比增速可能回落，央行或将更加聚焦于高杠杆带来的金融风险，使得今年大部分时间将处于“紧信用”状态，整体社融规模相比去年应有所收紧。

- **资金面及央行公开市场操作：本周公开市场净回笼 1000 亿元，资金面维持宽松，节后公开市场操作到期有限，预计资金市场维持平稳。**本周央行公开市场累计进行了 1800 亿逆回购操作，本周共有 2800 亿元逆回购到期，净回笼 1000 亿元。资金面整体受净回笼影响不大，继续维持宽松态势，各期限利率波动不一，主要为春节假期导致实质占用资金期限不同所致。预计未来一段时间央行将继续维持“稳”的主基调，货币政策紧平衡将成为常态，节后逆回购到期量有限，流动性快速趋紧的可能性偏低。

- **利率债：预计债市将继续承压，长债收益率仍有上行空间，一季度仍建议以防御为主，做多的机会仍需要观察。**本周资金面全面宽松，但是通胀预期抬升以及 1 月金融数据表现超市场预期，长债收益率继续上行。从 2 月 8 日央行发布的 2020 年四季度货币政策执行报告中可以观察到央行当前的态度有收紧货币的诉求的，资金利率的波动性将会增加。目前单边的宽松预期已经被打破，房地产价格和宏观杠杆率都是货币政策的重要约束，中期资金面紧平衡的概率较大。近期的信贷数据，特别是中长期信贷数据依旧偏强，实体融资需求旺盛，加之春节假期期间，全球股市集体上涨，债市大幅下跌，原油站上 60 美元创近一年新高。

- **可转债：权益市场全周震荡上行，可转债市场随权益市场上涨，关注顺周期、复苏逻辑、疫情退出逻辑和错杀优质标的。**本周为春节前最后三个交易日，权益市场全周情绪高涨、震荡上行，可转债市场随权益市场上涨但表现不及权益。预计节后权益市场极致分化将缓解，市场将重回轮动慢涨，转债方面把握股性仍旧是当前绝对占优的择券逻辑，建议关注顺周期、复苏逻辑、疫情退出逻辑和错杀优质标的。

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：消息面暖意明显，市场有望持续上行，建议重点关注低估值顺周期、优质金融和酒店影视。节前市场震荡整固后再度上行，缩量创出新高。**1 月份金融数据明显超出此前预期，大幅缓解流动性收紧担忧；PPI 回暖，假期电影票房创纪录，显露宏观经济运行良好；春节期间新冠疫情控制良好，海外央行鸽派不断，推动大宗商品和海外市场全面上行。消息面暖意明显，A 股有望持续向上。建议重点关注市场结构。在估值显著高过合理水平的情况下，市场对抱团股的分歧正在加大，抱团股内部分化开始显现。而另一面，低估值类、顺周期类以及受疫情冲击的行业板块有望获得市场的更大关注。建议持续关注估值较低的顺周期龙头、优质金融，以及受益疫情缓解后业绩复苏的酒店旅游、航空、影视等。

- **黄金：美政府经济刺激计划及美元续跌推动金价上涨。**本周三个交易日金价均上涨，一方面是美政府将祭出大规模刺激措施，另一方面是美元延续弱势。金价短期仍有下降动力，中长期将上涨。金价未来走向主要由美元主导，这又受制于美国经济真实复苏状况。借助于大规模刺激刺激计划，加上疫情防控力度加大使得疫情新增持续下降，美国经济复苏信号增强，美元指数有反弹预期，这将抑制金价上涨。

- **原油：OPEC+减产范围扩大以及美经济刺激计划推动油价快速上涨。**OPEC+承诺减产及美政府出台经济刺激计划推动油价连续三个交易日上涨。油价短期上涨动能仍存，OPEC+维持较高减产执行率，加上疫情有所好转下经济复苏，将进一步推动油价上涨，不过当前油价已超过疫情前 60 美元水平，应谨防疫苗接种不及预期、减产一致性瓦解等不确定产生的冲击。

- **黑色产业链：流动性紧张缓解以及节后需求较强预期下，黑色系价格反弹。**此前的国内流动性紧张氛围有所缓解，以及预期节后市场需求维持较强的支撑下，黑色系期价反弹上涨。警惕疫情反复影响节后需求释放的风险，若去库速度不及预期，将对螺纹钢价格不利。双焦期价震荡反弹，主要是预期改善下的期货基差修复，节后应关注需求启动情况以及煤炭进口政策的松紧变化。

- **人民币汇率：人民币兑美元汇率上涨，中美利差走阔，美元指数本周走弱，预计未来汇率维持波动趋势：**美国 1 月份就业数据不如预期，导致市场对美国经济复苏预测进行调整。本周美国十年国债收益率波动上涨，但涨幅不及中国十年期国债，中美两国国债收益率持续走阔。综合因素影响下本周美元指数先跌后涨，但仍未收复本周跌幅，人民币兑美元升值。预计未来人民币兑美元汇率仍将收到来自两国疫情状况等多方面不确定性因素影响，在市场机制下维持双向波动趋势。

风险提示：货币政策超预期收紧 信用风险集中爆发

目录

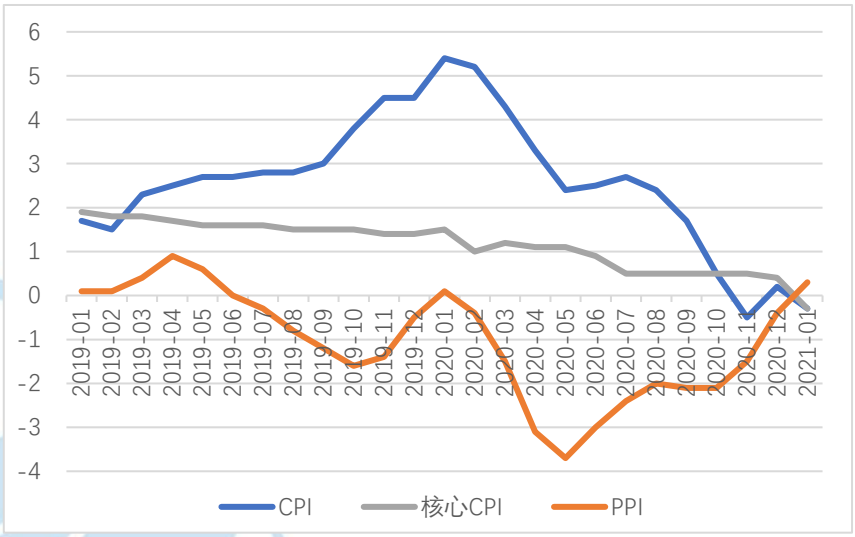
一、 本周重点经济数据分析.....4
1.1 CPI/PPI 数据.....4
1.2 社融数据.....6
1.3 一周要闻.....8
二、 固定收益市场分析.....8
2.1 资金面分析.....8
2.2 利率债走势分析.....10
2.3 存单与信用债分析.....11
2.4 可转债分析.....13
三、 主要资产价格分析.....14
3.1 权益市场分析.....14
3.2 黄金市场分析.....16
3.3 原油市场分析.....16
3.4 黑色产业链分析.....17
3.5 人民币兑美元汇率分析.....18

一、 本周重点经济数据分析

1.1 高基数及非食品价格回落导致 CPI 再度转负，一季度将保持低位，PPI 则继续回升

春节假期因素、局部疫情及低温等综合因素导致食品价格环比上升，但春节错位也导致去年基数偏高，1 月消费价格指数同比再次转负。国家统计局 2021 年 2 月 10 日发布的全国价格数据显示，1 月居民消费价格指数（CPI）同比由去年 12 月的上涨 0.2%转为下降 0.3%，其中食品价格上涨 1.6%，非食品价格同比下降 0.8%；扣除食品和能源价格的核心 CPI 也同步转负，同比下降 0.3%，说明国内需求仍然低迷；工业生产价格指数（PPI）则继续抬升，且由负转正，同比增长 0.3%，这是 PPI 自去年 1 月以来首次正增长。1 月价格数据均稍低于此前市场预期。

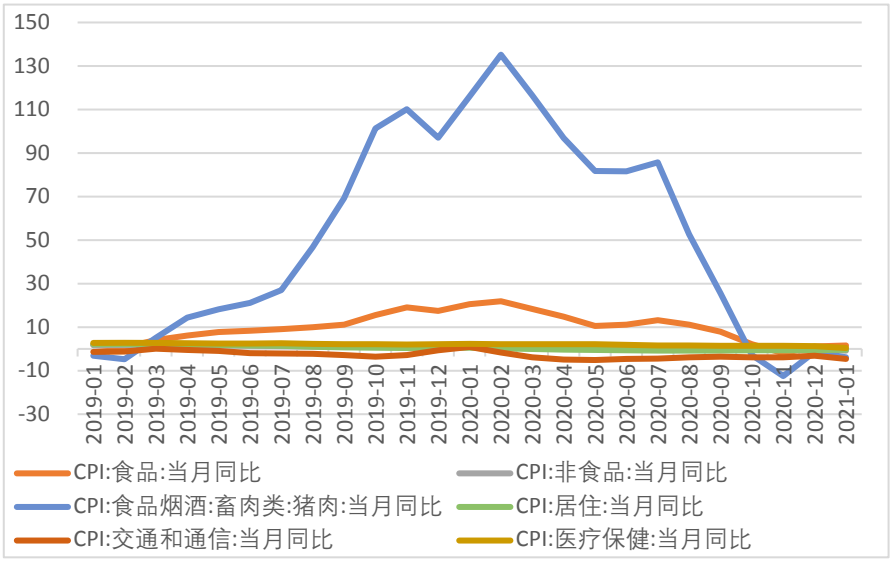
图 1：1 月 CPI 同比下降 0.3%，PPI 增长 0.3%，均低于市场预期（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

CPI 再次转负主要和春节错位导致去年同期高基数效应有关，非食品价格弱势反映需求还是偏弱的。受气温偏低及局部地区疫情反弹导致运输成本增加等影响，1 月食品价格同比上涨 1.6%，涨幅扩大 0.4 个百分点，主要食品中鲜菜价格上涨 10.9%，涨幅扩大 4.4 个百分点；猪肉价格下降 3.9%，降幅扩大 2.6 个百分点；鸡肉价格下降 10.7%，降幅有所收窄。环比看，受春节假期、疫情等综合因素影响，1 月 CPI 环比扩大 1.3 个百分点至 4.1%，其中鲜菜价格环比上涨十分明显，涨幅扩大 10.5 个百分点至 19%，为 2016 年 3 月以来最高；鸡蛋价格环比上涨 11.1%，涨幅扩大 8.2 个百分点；猪牛羊肉也有不同程度的涨幅。1 月非食品价格同比增速则明显滑落，由上月持平转为下降 0.8%，其中交通通信价格下降 4.6%，居住价格下降 0.4%，医疗保健价格上涨 0.4%。

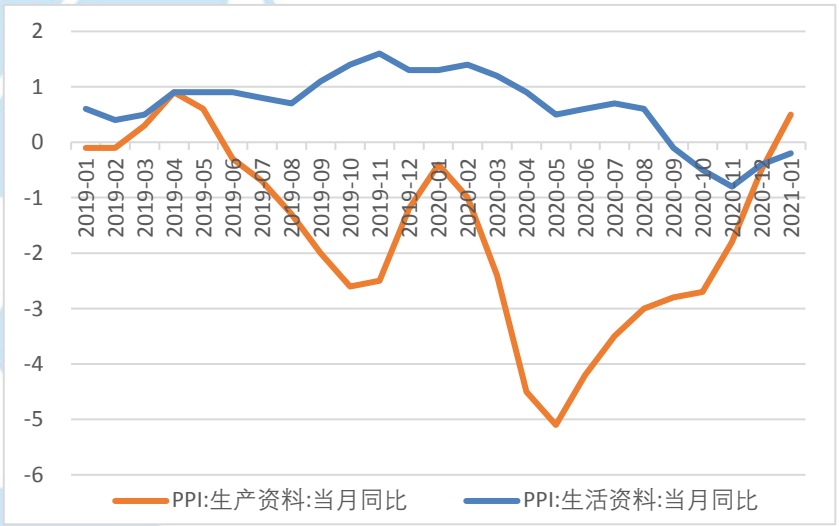
图 2：春节错位导致基数偏高，1 月 CPI 由正转负（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

PPI 同比回正，主要得益于工业生产持续恢复及需求的回升，上游原材料价格和大宗商品价格也在回升。1 月 PPI 同比增长 0.3%，为近一年来首度转正，其中生产资料价格同比提高 1 个百分点至 0.5%；生活资料价格同比下降 0.2%，降幅收窄 0.2 个百分点。主要产品价格中，近期国际原油价格持续上涨，带动国内石油相关下游行业价格上涨较多；需求改善和成本上升，拉动有色金属和黑色金属等相关行业价格上涨；北方地区气温偏低，加之工业生产稳定增长，居民取暖用电和工业用电需求大幅增加，上游煤炭相关产业价格也出现上涨。

图 3：1 月 PPI 同比继续拉升，并由负转正（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

去年整个一季度 CPI 同比均偏高，基数效应或将持续发挥作用，使得 CPI 保持在较低水平，但二季度 CPI 有望回升趋稳，工业生产旺盛也将继续推动 PPI 保持回升势头，因此整体来看，通胀因素将不会成为今年货币政策施政的掣肘，预计政策面不会明显收紧，而是保持缓慢退出态势。央行刚公布的四季度货币政策执行报告也认为，春节错位扰动影响是短期、暂时的，待基数效应和供给扰动逐渐消退后，CPI 有望回升趋稳；随着经济内生增长动能增强，工业生产持续回暖向好，PPI 同比降幅将进一步收窄，

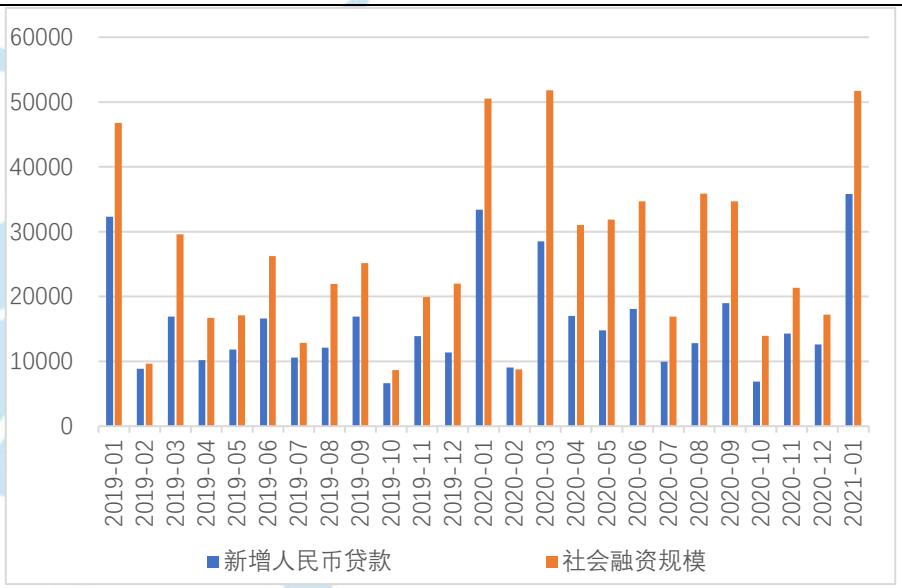
短期内有望转正；未来一段时间仍需对短期物价走势保持密切关注，中长期看，不存在长期通胀或通缩的基础。

1.2 居民和企业信贷需求保持旺盛，人民币信贷和银行承兑汇票推动社融超预期增长

1 月新增社融规模超预期增长，再次迎来开门红，主要推动来自人民币贷款和未贴现银行承兑汇票。央行 2 月 9 日公布的金融数据显示，2021 年伊始金融数据再现季节性趋势，1 月新增社会融资规模 5.17 万亿元，高于市场预期的 4.5 万亿元，同比多增 1207 亿元，创历史同期新高，并为历史次高。对实体经济发放的人民币贷款新增 3.58 万亿元，同比多增 2252 亿元，创历史新高，另外未贴现银行承兑汇票新增 4902 亿元，两者是社融超预期增长的主要推动力。

1 月社融新增表现出季节性偏强特征，这也阐释了央行为何在 1 月开始边际收紧货币政策，但随着经济增速逐渐恢复常态，社融同比增速可能回落，央行或将更加聚焦于高杠杆带来的金融风险，使得今年大部分时间将处于“紧信用”状态，整体社融规模相比去年应有所收紧，这将对债市不利。但信贷增长仍有支撑，企业贷款需求仍处于相对高位，近期部分地区房地产市场过度升温，导致房贷发放进度放缓，较高的票据转贴现利率表明银行表内贷款额度也偏紧张。

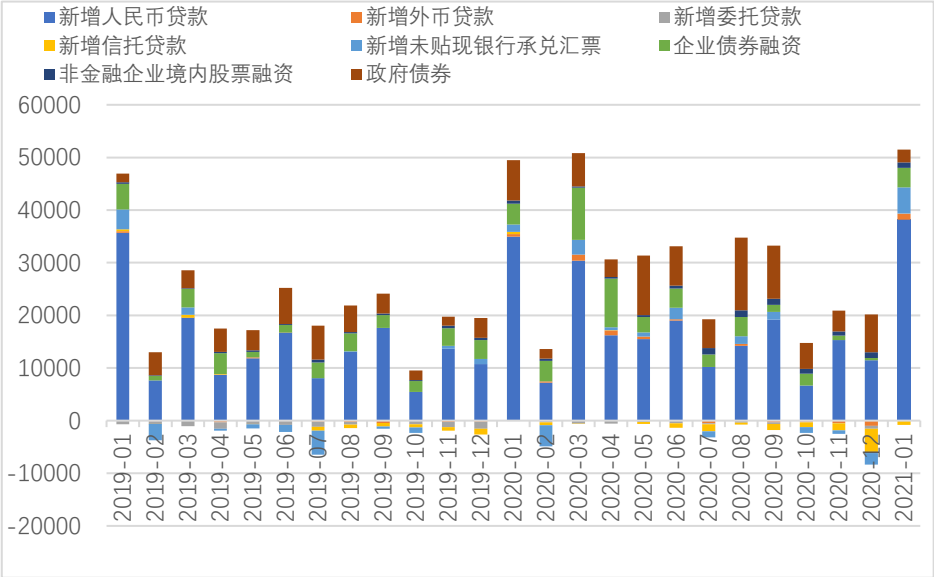
图 4：1 月社融和信贷规模新增均处在历史较高水平（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

人民币信贷和未贴现银行承兑汇票推动社融新增同比大增，但政府债发行会将疫情前回归常态。从社融结构看，1 月除了人民币信贷和未贴现银行承兑汇票新增较多外，非标融资（委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票）也有所增加，新增 4151 亿元，同比多增 2342 亿元，但资管新规过渡期仅剩下 11 个月，压降非标资产的速度或将加快，后续非标融资规模将明显下降；企业债券融资受信用债市场违约的影响继续回落，新增 3751 亿元，同比少增 216 亿元；政府债券融资 2437 亿元，同比少增 5176 亿元，而去年 1 月政府债券同比多增 5913 亿元，因此相比去年发行规模偏高，今年发放节奏将回归疫情前相对稳定的状态。不过如果政府债券发行力度没有大幅度下降，后续仍将对社融有较强支撑。地方债方面，财政部至今仍未下达提前批次，但 1 月债市已发行约 3623 亿元地方债，发行节奏偏清淡，且随着信用政策有收紧预期，一些债券发行价明显偏高。

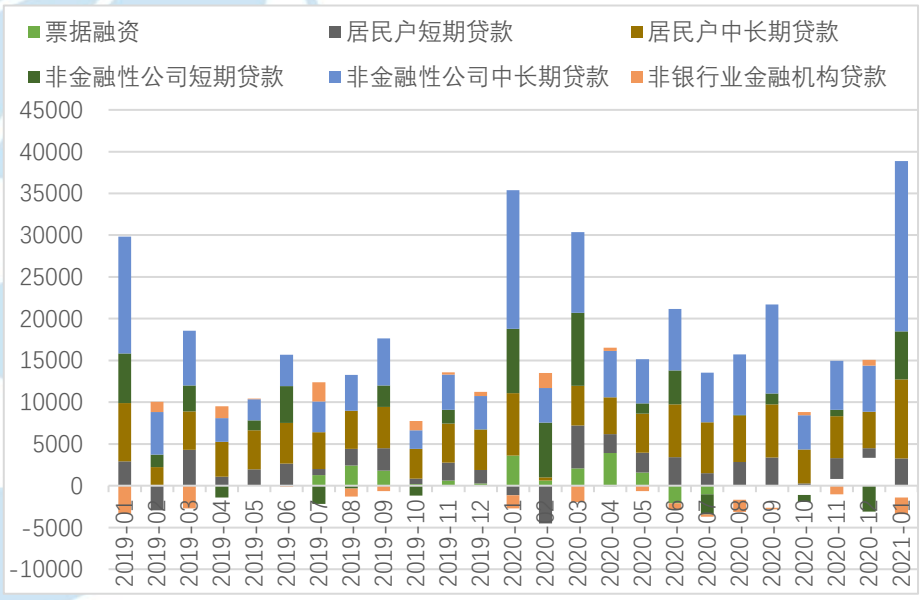
图 5：人民币贷款和银行承兑汇票新增较多，推动社融超预期增长（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

信贷结构继续优化，中长期贷款继续支撑新增信贷。从信贷结构看，居民和企（事）业单位的中长期贷款新增 2.98 亿元，占比 83.4%，较去年 12 月上升 5 个百分点，较去年同期上升 11 个百分点，其中住户贷款增加 1.27 万亿元，是支撑信贷增长的主要因素。具体看，居民短期贷款增加 3278 亿元，中长期贷款增加 9448 亿元；企（事）业单位短期贷款增加 5755 亿元，中长期贷款增加 2.04 万亿元。企业票据融资减少 1405 亿元，一方面表外票据量较高，表明实体需求很旺盛，但另一方面表内票据融资减少较多，表明银行信贷额度较紧张。

图 6：中长期贷款占比不断提升，信贷结构继续优化（%）

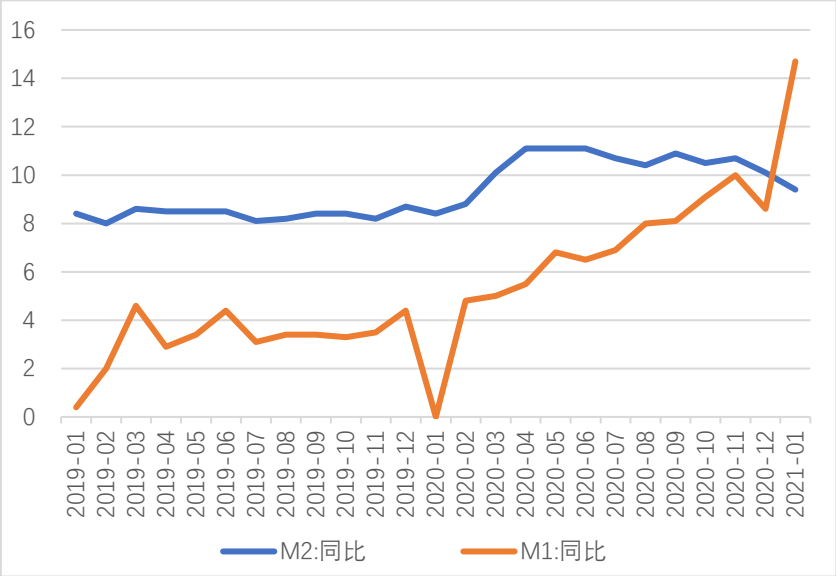


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

受春节错位及疫情因素影响，M1 和 M2 增速“倒挂”。1 月末，广义货币供应量（M2）余额 221.3 万亿元，同比增长 9.4%，增速比上月末低 0.7 个百分点，比上年同期高 1 个百分点；狭义货币供给量（M1）余额 62.56 万亿元，同比增长 14.7%，增速比上月末和上年同期分别高 6.1 个和 14.7 个百分点。

因为春节错位和疫情反弹因素，实体需要的流动性资金比较多，所以 M1 增速高。而 M2 之所以比较低，一是因为春节偏后导致企业年终奖延后到 2 月发放，导致 1 月居民存款同比少增 2.76 万亿元，企业存款同比多增 2.6 万亿元；二是基金的分流，近期基金销售比较火爆；另外还有疫情导致的现金需求偏少的因素。

图 7：春节错位及疫情因素导致 M1 和 M2 增速倒挂（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.3 一周要闻

央行发布 2020 年第四季度中国货币政策执行报告

2 月 8 日晚间，央行发布了《2020 年第四季度中国货币政策执行报告》（以下简称《报告》）。《报告》认为，总体来看，2020 年稳健的货币政策体现了前瞻性、主动性、精准性和有效性，为我国率先控制疫情、率先复工复产、率先实现经济正增长提供了有力支撑。对于下一阶段的主要政策思路，《报告》表示，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性。以“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”为目标，完善货币供应调控机制，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，同时根据形势变化灵活调整政策力度、节奏和重点。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：本周公开市场净回笼 1000 亿元，资金面依旧宽松

1）央行的公开市场操作：央行公开市场净回笼 1000 亿元

本周央行公开市场累计进行了 1800 亿逆回购操作，本周共有 2800 亿元逆回购到期，因此本周净回笼 1000 亿元。下周（2 月 18 日、2 月 19 日）央行公开市场将有 3800 亿元逆回购到期，其中周四、周五分别到期 2800 亿元、1000 亿元（预计春节假期期间到期逆回购顺延至周四到期）2 月 21 日 500 亿元逆回购预计于 2 月 22 日到期；此外下周三 2000 亿元 MLF 到期预计顺延至下周四。

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	-1000	-800	-1000	0	0
7 天	1100	500	200	0	0
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	-300	-800	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。央行本周共实现流动性净回笼 1000 亿元。资金面整体受净回笼影响不大，继续维持宽松态势，2 月 10 日银行间除隔夜以外各期限质押式回购均降至两月以来低点。各期限利率波动不一，主要为春节假期导致实质占用资金期限不同所致。银行间回购利率 R001 和 R007 加权平均降至 1.8607%、2.1448%；交易所回购利率 GC001 和 GC007 加权平均降至 2.0660%、2.0620%。

表 2：本周货币市场利率（%）

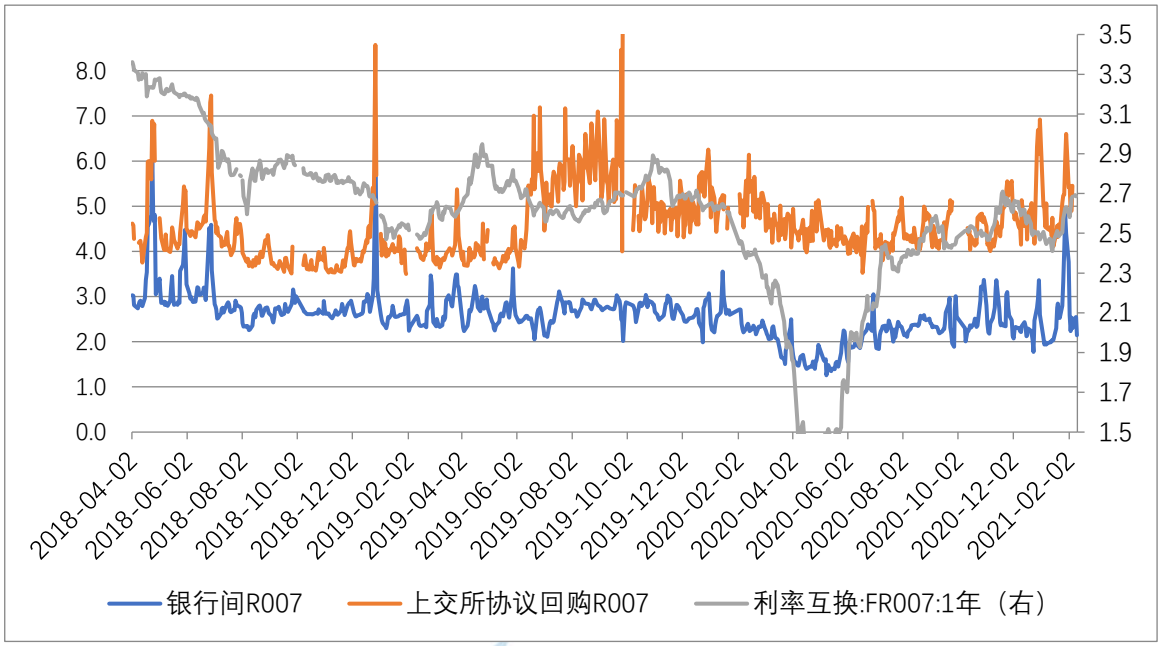
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	1.9377	1.7912	1.8607		
	R007	2.5283	2.5484	2.1448		
	R014	2.8554	2.7408	2.3588		
	R021	2.9969	2.8359	2.4342		
	R1M	2.9107	3.0519	2.7889		
上交所协议回购	206001	4.6760	5.4110			
	206007	6.4900				
	206014	4.8000	4.9280	5.6960		
	206021	5.3960	5.5030	6.4460		
	206030	5.4550	6.3760	7.2850		
利率互换定盘：1Y	FR007	2.6931	2.6853			

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：节后公开市场操作到期有限，预计资金市场维持平稳

央行本周虽净回笼 1000 亿元，但资金市场继续维持宽松态势，并未因央行操作以及春季临近而趋紧。《2020 年第四季度中国货币政策执行报告》称稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性。预计未来一段时间央行将继续维持“稳”的主基调，货币政策紧平衡将成为常态。同时今年春节前两周央行逆回购投放较去年减少，节后逆回购到期量有限，流动性快速趋紧的可能性偏低。

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：货币政策稳健偏紧，预计债市将继续承压，长债收益率仍有上行空间

1）利率债走势复盘：资金面全面宽松，货币政策预期变化，长债收益率延续上行

本周资金面全面宽松，但是货币政策预期变化，加之通胀预期抬升以及 1 月金融数据表现超市场预期，长债收益率继续上行。周一，公开市场净投放 100 亿，资金面宽松，跨春节资金价格较低，上周五美国参议院以 51:50 的投票比例通过 1.9 万亿美元的财政刺激方案，美元指数、美股，原油价格上涨，美债收益率大幅上行，全球通胀预期抬升，国内长债收益率明显上行；周二，公开市场操作净回笼 300 亿，在宽松的资金面推动下长债收益率先是明显下行，但是前一日晚间央行公发布的四季度货币政策执行报告，报告基调略偏鹰，同时下午公布的金融数据超市场预期，长债收益率尾盘上行；周三，春节前最后一个交易日，公开市场净回笼 800 亿元，节前交易略清淡，投资者担心假期市场出现大幅变化，大多选择持币过节，长债收益率明显上行；全周，10 年国债活跃券 200016 累计上行 3BP 至 3.2425%，10 年国开债活跃券 200215 累计上行 3.8BP 至 3.7150%.

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：四季度货政报告表明货币政策稳健偏紧，债市仍将继续承压

从 2 月 8 日央行发布的 2020 年四季度货币政策执行报告中可以观察到央行当前的态度有收紧货币的诉求的，资金利率的波动性将会增加。报告中虽再度提到了“不急转弯”的表述，但是同时也强调“把好货币供应总闸门，将经济保持在潜在产出附近”，说明了货币政策整体的方向是——稳的同时，有所收紧。收紧的方式上，是抬升资金利率的波动，四季度报告将此前的表述“引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行”改为“引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率波动”，这意味着政策利率可能不变，但央行对短期市场利率波动的容忍度会有所提高，市场利率的波动将会放大，从而抬升资金成本，防范单边的宽松预期。整篇报告来看，政策稳增长的必要性下降，但对稳杠杆和防风险的关注度进一步提升，资金利率的波动可能放大。

目前单边的宽松预期已经被打破，房地产价格和宏观杠杆率都是货币政策的重要约束，中期资金面紧平衡的概率较大。近期的信贷数据，特别是中长期信贷数据依旧偏强，实体融资需求旺盛，加之春节假期期间，全球股市集体上涨，债市大幅下跌，原油站上 60 美元创近一年新高。**预计债市将继续承压，长债收益率仍有上行空间，一季度仍建议以防御为主，做多的机会仍需要观察。**

2.3 存单与信用债分析：存单除 1M 之外，其他期限收益率均上行，信用债各等级、各期限收益率小幅上行

1）一级市场发行：存单发行量较上周有所增长，信用债净融资额由正转负

同业存单方面，本周同业存单发行量约 4350.9 亿元，较上周环比增长 43.89%；到期量约 3117.9 亿元，较上周环比下降 25.36%，净融资额为 1233 亿元。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 7.39bp 报 2.7539%，3M 期存单平均发行利率较上周上行 4.68bp 报 2.9546%，6M 期存单平均发行利率较上周上行 4.63bp 报 3.0976%，9M 存单平均发行利率较上周上行 9.87bp 报 3.1289%。

信用债方面，一级市场信用债净融资额由正转负。本周非金融企业短融、中票、企业债和公司债合计发行约 398.07 亿元，到期量约 1074.47 亿元，净融资额为-676.4 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小幅上行

信用债二级市场方面，各等级和各期限信用债收益率全面上行，其中 AA+级 1 年期收益率上行幅度最大为 3.82bp，AA 级 1 年期、AAA 级 1 年期、AAA 级 5 年期收益率次之，较上周分别上行 2.82bp、2.81bp、2.67bp，各等级 3 年期信用债收益率较上周上行 2.13～2.15bp，AA+级 5 年期、AA 级 5 年期收益率较上周上行 0.67bp。

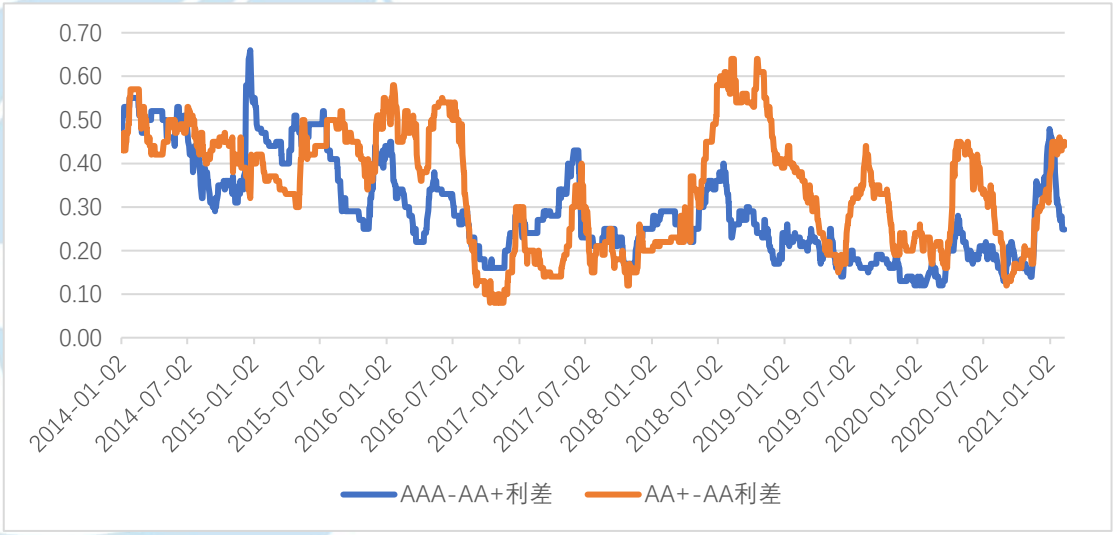
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	3.259	36.00	2.81
信用债(AAA)：3 年	3.7049	33.80	2.15
信用债(AAA)：5 年	3.860	27.10	2.67
信用债(AA+)：1 年	3.458	34.00	3.82
信用债(AA+)：3 年	3.954	35.40	2.13
信用债(AA+)：5 年	4.279	34.20	0.67
信用债(AA)：1 年	3.818	36.40	2.82
信用债(AA)：3 年	4.404	39.30	2.13
信用债(AA)：5 年	4.789	35.10	0.67

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较小，AAA 与 AA+之间利差较上周基本持平，仍为 25bp，AA+和 AA 之间的利差较上周走阔 1bp 至 45bp。

图 10：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 3.80bp，处于 2013 年以来的 45%历史分位数水平；产业债仅房地产行业利差小幅收窄（-1.96bp），其余各行业利差均呈走阔，其中 19 个行业利差走阔 5～10bp，11 个行业利差走阔 1～5bp，农林牧渔（27.94bp）、食品饮料（15.91bp）、汽车（14.34bp）、计算机（14.13bp）、铁路运输（12.13bp）行业利差走阔幅度最大，计算机（100%）、轻工制造（98%）、纺织服装（94%）、钢铁（92%）、农林牧渔（90%）、电力（87%）、电气设备（82%）行业利差处于较高历史分位数水平。

区域利差方面，各省份城投债信用利差多数走阔，其中新疆、广东、甘肃信用利差分别走阔 11.44bp、10.95bp、10.46bp 幅度最大，陕西、广西、黑龙江、江苏、福建、河南、山西信用利差走阔幅度大于 5bp，江西、云南信用利差较上周分别收窄 3.56bp、1.29bp，其余各省份信用利差小幅走阔。

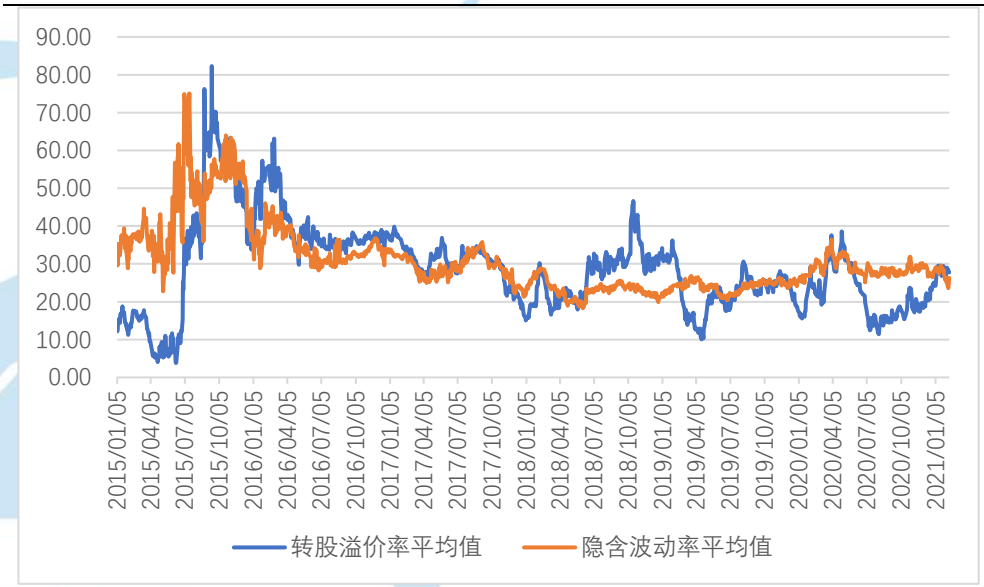
2.4 可转债分析：权益市场全周震荡上行，可转债市场随权益市场上涨，关注顺周期、复苏逻辑、疫情退出逻辑和错杀优质标的

1）可转债的走势复盘：权益市场全周震荡上行，可转债市场随权益市场上涨

本周为春节前最后三个交易日，权益市场全周情绪高涨、震荡上行，上证指数本周收于 3655.09 上涨 4.54%，深证成指本周上涨 6.36%，创业板指本周上涨 6.89%，中小板指本周上涨 7.41%。可转债市场随权益市场上涨但表现不及权益，本周上证转债上涨 2.59%至 326.95，深证转债上涨 3.88%至 255.19，中证转债上涨 2.86%至 364.91，其中，赣锋转债、赣锋转 2、盛屯转债、鸿路转债、恒逸转债等领涨，东时转债、天康转债、晶瑞转债、银河转债、同德转债等领跌。一级方面，普利转债、朗科转债发行，海兰转债、上银转债上市。

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，隐含波动率震荡上行。

图 11：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：权益市场将重回轮动慢涨，转债把握股性，关注顺周期、复苏逻辑、疫情退出逻辑和错杀优质标的

权益市场极致分化将缓解，市场将重回轮动慢涨。节后，随着新发基金规模放缓，存量基金赚钱效应减弱带来赎回增加，市场流动性一旦从充裕回归平衡，头部抱团板块的资金接力效应将会相应减弱。同时，极致分化的市场已经损伤全市场大部分股票，甚至错杀一部分优质中盘股，会导致散户抛盘衰减，“卖股买基”的新旧资金置换效应减弱，也会促使节后市场逐步回归轮动慢涨的均衡状态。

节前转债市场的分化也同样明显，投资者情绪持续走弱，总体股性估值水平持续压缩，不少标的经历了股债双杀的过程。市场极端分化的背后也提供了诸多低价优质标的参与机会，把握股性仍旧是当前绝对占优的择券逻辑。传统的主线仍旧聚焦在顺周期方向，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。新增主线则关注正在逐步起势的复苏逻辑。在积极管控+疫苗的情况下，全球疫情有望从 3 月起好转。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。当前市场尚未到纯低价策略起舞的时候，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，重点关注 TMT、高端制造业方向下的成长标的。建议关注以下配置方向：（1）顺周期向量价齐升逻辑的个券聚焦；（2）逐步起势的复苏逻辑和疫情退出的交易逻辑；（3）错杀优质标的。

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：消息面暖意明显 市场有望持续上行 重点关注低估值顺周期、优质金融和酒店影视

1） 权益市场走势复盘——节前上证综指缩量上行 再创新高

节前三个交易日，两市在震荡整固后再度上行，缩量创出新高。上证综指节前报收 3655 点，三个交易日上涨 4.54%，同期深圳成指和创业板指更分别上涨 6.76%和 6.89%；量能方面，两市合计成交 2.52 万亿元，日均成交约 8400 亿元，受节日因素影响量能延续低位。

盘面上，板块分化依旧，漂亮 50 类抱团个股继续强势，科技、有色、军工等板块在震荡整固后再度活跃，而银行、保险等权重板块表现相对较弱。不过，个股表现上，相对于此前的“一九”、“二八”式极度分化，普通个股开始有所表现，行情出现向“八”类个股扩散迹象。

图 12：上证综指节前缩量上行 再创新高 技术上仍有向上潜力



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，美股三大指数均上涨，道指本周上涨 1.00%，报 31458.4000 点，纳指本周上涨 1.73%，报 14095.4700 点，标普 500 指数本周下降 1.23%，报 3934.8300 点。

本周美股大三股指均震荡上涨，自周一高开后三大股指前半周均出现了小幅下跌，于后半周开始反弹并收复之前跌幅。美股交易量激增，过去三周平均每日交易量接近十年来最高水平。美国部分经济数据虽然透露出经济复苏信号，但与疫情爆发前相比美国整体经济恢复依旧漫长，预计未来财政刺激政策

仍将继续。本周区块链主题火热，周五区块链板块收涨 1.92%；据 Asset Das 数据显示，以太坊市值超越埃克森美孚公司升至全球资产第 42 位。

图 13：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——消息面暖意明显，市场有望持续上行，重点关注低估值顺周期、优质金融和酒店影视

展望节后市场，1 月份金融数据明显超出此前预期，大幅缓解流动性收紧担忧；PPI 回暖，假期电影票房创纪录，显露宏观经济运行良好；春节期间新冠疫情控制良好，海外央行鸽派不断，推动大宗商品和海外市场全面上行。偏暖氛围明显，A 股有望持续向上。

1 月份金融数据大超预期，缓解流动性收紧担忧，对市场中短期构成较强利好。根据 2 月 9 日央行公布的金融数据：截至 1 月末，我国广义货币(M2)余额达到 221.3 万亿元，同比增长 9.4%；M1 同比增长 14.7%、M0 同比下降 3.9%；1 月份新增人民币贷款 3.58 万亿元，同比多增 2252 亿元；新增社会融资规模 5.17 万亿元，比上年同期多 1207 亿元。社融及信贷数据明显超出市场预期，推动了 A 股节前明显上行。

展望流动性的中短期走向，趋紧的担心有望持续缓解。从全年来看央行货币政策将继续迈向正常化，但 1 月份金融数据明显超预期，央行 2020 年四季度货币政策执行报告中强调保持货币政策的连续性、稳定性和可持续性，由此来看，中短期流动性收紧的步伐已经放缓，市场受益。

1 月份 PPI 转正，积极意义明显。1 月份，CPI 下降 0.3%（12 月份上涨 0.2%），PPI 上涨 0.3%（12 月份下降 0.4%）。CPI 同比下降主要受春节错月导致去年基数较高的影响，而 PPI 自疫情爆发以来的首次转正，表明国内生产和制造活动需求强劲，宏观经济维持较好复苏趋势。

同时，春节期间海外消息面明显偏暖。一是春节期间海外疫情继续改善。美国每日新增病例由前期的 15 万人/日降至 5 万人/日附近，同时疫苗接种持续加速，英国等欧洲国家也开始大规模疫苗接种。新冠疫情受控显露曙光，激发市场乐观情绪，欧美股市节日普遍上涨。二是海外央行延续一贯的鸽派，叠加美国大规模财政刺激方案有望获批，推动大宗商品春节期间普遍上行，如原油、铜等价格上涨明显。

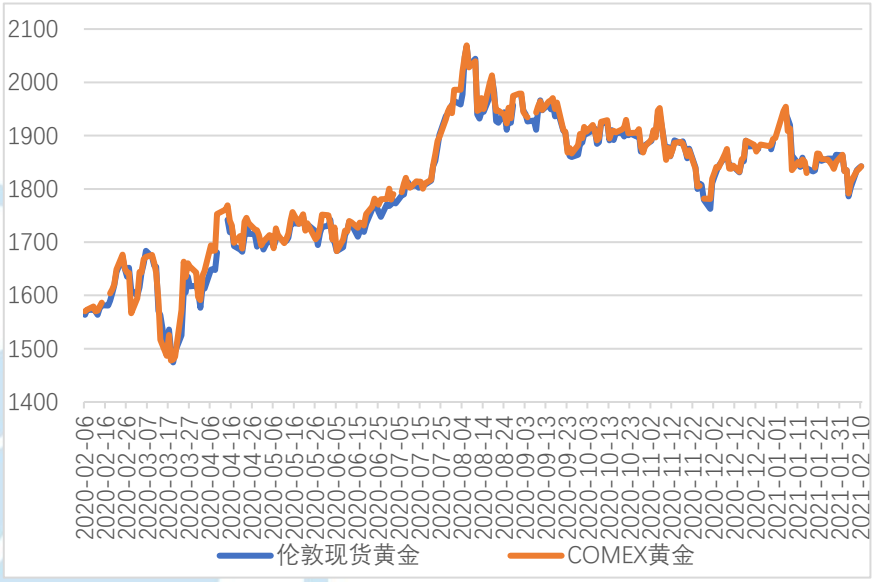
此外，假期电影票房突破历史记录，进一步刺激乐观情绪。据灯塔实时数据，截至 2 月 16 日上午 9 时 30 分，中国电影市场 2021 年度总票房（含预售）突破 100 亿元，总观影人次达 2.29 亿，总场次 1638.74 万。

综上，偏暖氛围明显，A 股大概率持续向上。在整体乐观的同时，重点关注市场结构。在估值显著高过合理水平的情况下，市场对抱团股的分歧正在加大，抱团股内部分化开始显现。而另一面，低估值类、顺周期类以及受疫情冲击的行业板块有望获得市场的更大关注。我们建议，持续关注估值较低的顺周期龙头、优质金融，以及受益疫情缓解后业绩复苏的酒店旅游、航空、影视等。

3.2 黄金市场分析：美政府经济刺激计划及美元续跌推动金价上涨

周三（春节前最后一个交易日），伦敦现货黄金价格较上一交易日上涨 3.05 美元，或 0.17%，收报于 1842.65 美元/盎司，本周累计涨幅 2.2%；美国 COMEX 黄金期货结算价上涨 5.2 美元，或 0.28%，收报于 1842.7 美元/盎司，本周累计涨幅 1.64%。

图 14：本周金价均上涨（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

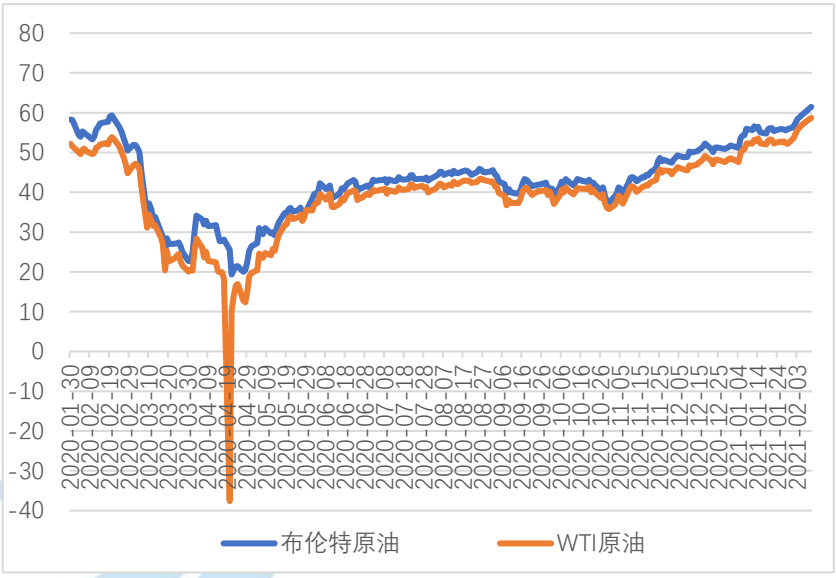
本周三个交易日金价均上涨，主要有两个原因，一个是美新政府将祭出大规模刺激措施，另一个是美元延续弱势。美国新上台的拜登政府寄望于使用一项规模达 1.9 万亿美元的经济刺激计划来提振本国经济，上周五美国会议员批准了一份预算决议，允许他们在没有共和党支持的情况下通过救助计划，令市场预期美国出台大规模经济刺激计划的可能性提高，增强了黄金作为通胀对冲工具的作用，从而短期内大幅提升了金价。同时，全球经济复苏仍存在不确定性，而且美联储将在相当长一段时间内采取非常宽松的货币政策，让美元仍显疲软，本周二美元指数跌至一周多以来的低点，也对金价产生一定提振。

金价短期仍有下降动力，中长期将上涨。金价未来走向主要由美元主导，这又受美国经济真实复苏状况的制约，随着美国政府将主要工作聚焦于国内事务，包括控制疫情和恢复经济。借助于大规模刺激刺激计划，加上疫情防控力度加大使得疫情新增持续下降，美国经济复苏信号增强，美元指数有反弹预期，这将抑制金价上涨。但经济未恢复至疫情前增速前，美联储承诺在明年底之前保持当前量化宽松政策不变，同时大规模财政刺激后美国赤字压力加重，市场对中长期有减少财政支出的预期，对金价上涨将有利。

3.3 原油市场分析：OPEC+减产范围扩大以及美刺激计划推动油价快速上涨

周三（春节前最后一个交易日），布伦特原油期货合约结算价较上一交易日上涨 0.38 美元，或 0.62%，收报于每桶 61.47 美元，本周累计涨幅 3.59%；美国 WTI 原油期货合约结算价上涨 0.32 美元，或 0.55%，收报于每桶 58.68 美元，本周累计涨幅 3.22%。油价为连续 9 个交易日上升，为两年来最长的涨期。

图 15：油价本周继续上涨（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

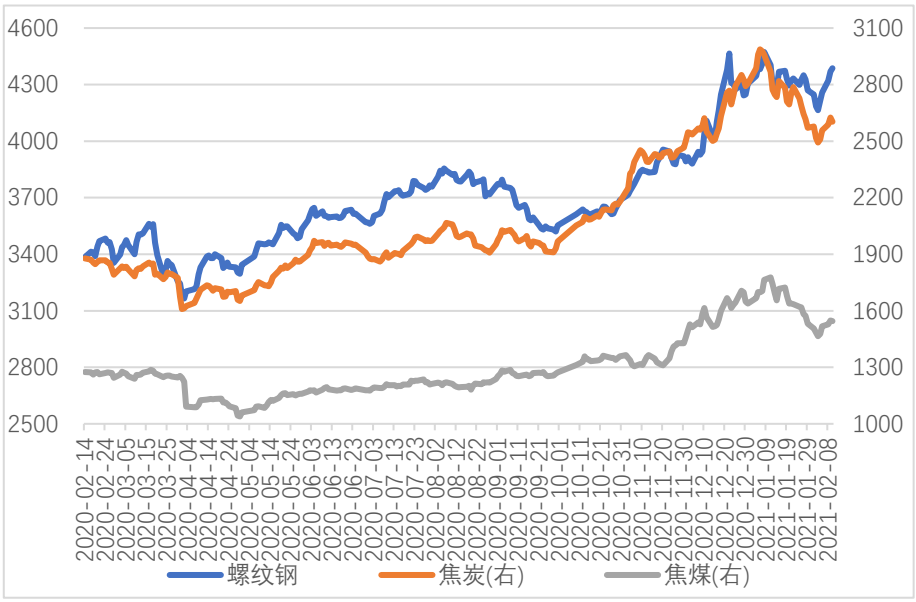
OPEC+承诺减产及美政府出台经济刺激计划推动油价在本周三个交易日连续上涨。继 OPEC+一些产油国承诺继续减产之后，沙特也愿意加入减产行列，计划在今年 2 月和 3 月削减产量，原油供应端将继续收紧，并进一步平衡全球市场，市场预计今年将出现供应短缺，尽管数据将在周四公布，但有迹象显示美国原油库存已降至去年 3 月以来的最低水平，美国能源信息署（EIA）周二也将 2021 年美国原油日产量的预测下调至 1102 万桶，此前预测为 1110 万桶。另外，市场密切关注美国政府正推动的 1.9 万亿美元经济援助计划，上周五国会议员批准预算决议后，此刺激计划通过的可能性提高，预计最快将于本月通过。

油价短期上涨动能仍存，减产执行率维持较高水平加上疫情有所好转下经济复苏，将推动油价上涨，但应谨慎冲高回落。欧美等疫情严重国家加强疫情防控一月有余，新增已明显下降，加上疫苗接种继续进行，推动经济进一步复苏，同时应该看到，疫情期间，OPEC+各产油国采取了大规模的减产，且执行率均保持在很高水平，对油价产生较大支撑作用，OPEC+延续减产预计将继续推动油价上涨。不过，当前油价已超过疫情前水平，与 2019 年底价格相当，应谨防疫苗接种不及预期、其他 OPEC+产油国产量增加等不确定因素给油价带来的不利冲击。

3.4 黑色产业链分析：流动性紧张缓解以及节后需求较强预期下，黑色系价格反弹

周三（春节前最后一个交易日），螺纹钢期货主力合约结算价较上周五每吨上涨 128 元，收报于 4386 元/吨，涨幅 3.01%；焦炭价格每吨上涨 46 元，收报于 2603.5 元/吨，涨幅 1.8%；焦煤价格每吨上涨 27 元，收报于 1545.5 元/吨，涨幅 1.78%。

图 16：黑色系价格本周均上涨（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

此前的国内流动性紧张氛围有所缓解，以及预期节后市场需求维持较强的支撑下，黑色系期价反弹上涨。需求端，临近春节，下游行业基建项目基本停工，螺纹钢需求陷入停滞，但供应端，由于钢厂对节后需求预期较强，高炉减产不及市场预期，导致累库速度快于往年，库存压力持续加大，但前期流动性紧张局势已慢慢缓解，并且在节后较强需求预期的支撑下，期价迎来反弹。应警惕疫情反复影响节后需求释放的风险，若去库速度不及预期，将对螺纹钢价格不利。

双焦方面，焦炭第 15 轮提涨落地后，现货市场边际转弱，但期价震荡反弹，主要是市场流动性改善预期波动影响。焦炭产量稳步增加，尽管下游钢厂显露亏损，但高炉减产幅度低于预期，对焦炭需求仍在，这是焦炭期价上涨的主因。焦煤期价亦震荡反弹，主要是预期改善下的期货基差修复。临近春节，国有煤矿正常生产，总体产量高于往年，在进口政策不放松下，主焦煤将持续紧张。节后应关注需求的启动情况以及进口政策的松紧变化。

3.5 人民币兑美元汇率分析：人民币兑美元汇率上涨，中美利差走阔，美元指数本周走弱，预计未来汇率维持波动趋势

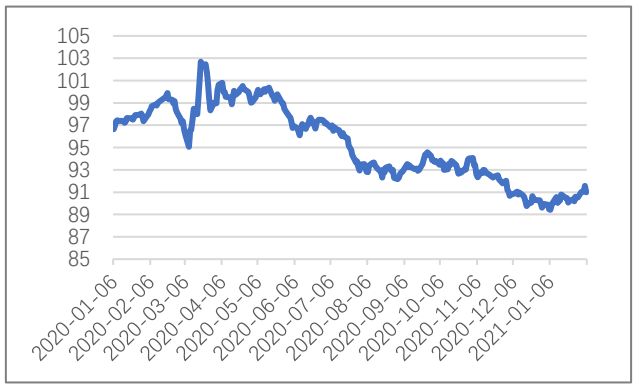
本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.4391，较上周上调 0.4954%。即期汇率报 6.4380，较上周上调 0.6679%。美元指数报 90.4443，本周跌 0.55。

美国 1 月份就业数据不如预期，导致市场对美国经济复苏预测进行调整。本周美国十年国债收益率波动上涨，但涨幅不及中国十年期国债，中美两国国债收益率持续走阔。综合因素影响下本周美元指数先跌后涨，但仍未收复本周跌幅，人民币兑美元升值。预计未来人民币兑美元汇率仍将收到来自两国疫情状况等多方面不确定性因素影响，在市场机制下维持双向波动趋势。

图 17：人民币兑美元汇率中间价上涨　　**图 18：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



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，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

			曲线在 1-10 年这段比较平坦，可以在中短端配置，关注 3 年期及 5 年期品种。
	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。