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：（2021.01.11–2021.01.15）

摘要

- **CPI/PPI：食品和能源推动 CPI 重回通胀，PPI 跌幅继续收窄。**CPI 在历经 11 月跌入通缩后，12 月再度回正，同比微涨 0.2%，食品价格由跌转涨、国际原油价格上涨是推动 CPI 转正的主要原因。但核心 CPI 在连续 5 个月持平后出现回落，表明国内需求依然不稳，也印证今年政策没有急转弯的基础条件。国际大宗商品价格持续上涨，成本推动工业品价格不断上行，导致 PPI 降幅继续收窄。预计一季度内 CPI 因去年高基数和需求不稳将继续处于偏低水平，PPI 则有望转正。

- **金融数据：政策“稳”字当头下，社融规模新增和货币增速均不及预期。**随着中国经济在疫后逐渐步入正轨，政策已回归常态，社融数据的意外下滑印证了政策拐点的到来。12 月新增社融规模同比少增，不过人民币信贷同比多增，M2 增速环比下降，社融和 M2 数据均不及市场预期。社融新增下降较多，主要拖累项是企业债券融资和非标融资大幅下降，主要支撑项是政府发债反弹。中长期贷款占比增加，信贷结构继续优化。监管层近期连续释放政策信号，消费和投资需求不足以及信用债市场违约冲击未消之下，短期政策将以“稳”为主，流动性压力不会太大，政策工具主要依靠 MLF 投放流动性。

- **进出口数据：海外经济持续复苏和订单转移支撑下，中国出口仍保持强势，经济复苏基础更加牢靠。**12 月出口大超市场预期，延续二季度以来强劲态势。海外疫情持续，加上海外部分订单转移至中国，推动口罩、医疗器械、居家办公用品等商品出口保持高增长。在宽松经济政策和疫苗接种等条件刺激下，海外经济预计将继续复苏，中国出口增速或将保持高速增长，但海外和国内疫情反复以及地缘政治事件偶发，也会给中国进出口带来一些不确定性。

- **资金面及央行公开市场操作：本周央行缩量续作 MLF，资金面持续宽松。**规模上小额投放，节奏上高频操作，成了近期公开市场操作的鲜明特点。1 月 15 日（本周五）央行开展 5000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，但操作量低于 8000 亿。春节前后共有三笔 MLF/TMLF 到期，分别是 1 月 15 日 3000 亿 MLF 到期、1 月 25 日 2405 亿 TMLF 到期、2 月 17 日 2000 亿元 MLF 到期，其中 2 月 17 日处于春节假期，MLF 将顺延至 2 月 18 日到期。预计春节之前央行仍然会维持市场的资金面宽松局面。

- **利率债：货币政策维持中性，通胀温和回升，出口依然强势，信用尚未收缩，表明长债收益率仍将震荡。**央行货币政策“不缺不溢”基调未变，全面降准的可能性较低。国内经济基本面依然向好，美国大规模财政刺激的推出也将继续带动我国出口上行的局面。从实体经济来看，12 月 CPI 转正，PPI 加速回升，出口强势，表明我国经济仍保持稳中向好的恢复态势，虽然 12 月的金融数据低于市场预期，但是实体融资需求并未快速收缩，依然较为强劲。与此同时，美国财政刺激支撑我国出口增速，也将推高通胀的预期。综上，我们仍维持一季度长债收益率以震荡为主的判断。

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：权益市场全周震荡下行，可转债各市场涨跌不一，关注周期品龙头、可选消费、银行保险、科技成长龙头及优质新券。**本周权益市场全周震荡下行，价值风格板块跌幅超过价值风格板块，可转债各市场涨跌不一。随着注册制的逐步推行，非龙头企业稀缺性、壳资源价值降低，监管趋严，转债市场的分化行情越发极致，但分化行情结束可能会提前于利率拐点到来。受到股性估值的回调以及权益上涨趋势的带动，当前为一季度布局的良好机会，建议关注周期品龙头、可选消费、银行保险、科技成长龙头及优质新券。

- **权益市场：短期压力尚存，抱团风格或结束，建议关注二线绩优、顺周期和可选消费。**上周市场高位震荡、冲高回落，量能连续十个交易日万亿元成交，维持高位；风格特征上，基金抱团股明显松动，风格开始向二线绩优公司扩散转移。展望后市，基金重仓股抱团松动背景下市场仍有短期压力，股指短期波动难免；但中期看，宏观经济向好态势和居民财富持续流入有望继续支持中期趋势。需要注意的是，行情特征上，随着国内名义产出缺口在第二季度走低，PPI 高点或在年中出现，名义利率可能也随之下行，而一旦无风险利率上行趋势反转，前期极端的抱团股行情风格可能结束。建议谨慎参与“漂亮 50”，理性投资，积极挖掘二线绩优公司；行业配置方面，建议关注周期品龙头、银行保险和可选消费。

- **黄金：美新任政府推出更大刺激方案以及美联储承诺继续购债下，美元升值，导致金价小幅下跌。**金价连续第二周下跌，即将上台的拜登政府推出更大规模的经济刺激方案，加上美联储承诺维持购债计划不变，市场预期美国经济复苏可能性提高，美元连续反弹，美债收益率创两个月以来单周新高，导致金价下跌，但全球疫苗接种进展缓慢导致经济不确定性并未消除，也限制了金价跌幅。金价短期或将继续下跌，但低利率等驱动金价上涨的因素仍在，金价在中长期仍有可能反弹。

- **原油：OPEC+减产继续支撑油价上涨，但疫情恶化仍对油价上涨造成掣肘。**一方面，上周 OPEC+同意维持减产规模不变，继续对油价提供一定支撑作用，中国出口数据超预期和美国新政府公布新经济援助计划也刺激油价上涨，但另一方面，全球疫情病例持续上升，疫苗接种进程缓慢，限制了油价涨幅。短期内，市场没有明显的边际变化，预计油价将稳定在 50-60 美元之间波动。

- **黑色产业链：淡季和寒冬共同影响下，同时投资者获利了结，黑色系价格冲高回落。**临近春节，市场属于传统淡季行情，市场交易不活跃，处于萎缩状态，叠加寒潮天气的影响，淡季效应将加速兑现，库存延续增加态势，后期需求或将进一步走弱。整体看，12 月 PMI 先行数据表明整体经济形势将持续向好，市场需求疲软不会持久，但本周公布的金融数据显示，宽松的经济政策正在转稳，政策刺激力度下降，将降低市场投资信心。

- **人民币汇率：人民币汇率单边升值的阶段将告一段落，将在合理均衡水平上保持基本稳定。**美债收益率止跌企稳是支撑美元指数反弹的主要原因。此外，市场对全球公共卫生事件的担忧情绪激发美元的避险买盘也对美元指数构成了一定的支撑。不过从长期来看，美联储将维持其鸽派作风，美元指数将承担压力。未来人民币汇率走势取决于国内外经济形势、国际收支状况和国际外汇市场变化等因素。总的看，人民币汇率单边升值的阶段将告一段落，将在合理均衡水平上保持基本稳定。

风险提示：货币政策超预期收紧信用风险集中爆发

目录

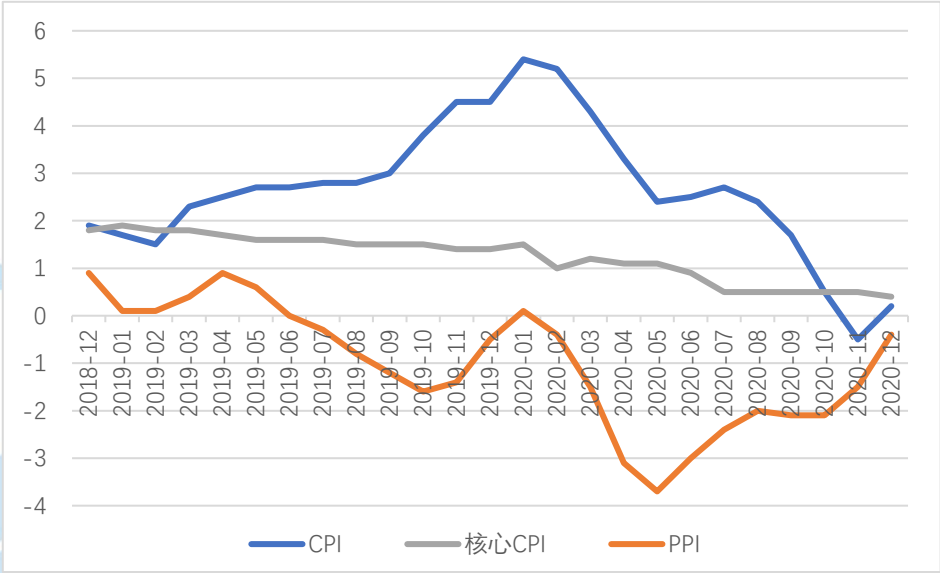
一、 本周重点经济数据分析.....4
1.1 CPI/PPI 数据.....4
1.2 社融数据.....5
1.3 进出口数据.....8
1.4 每周要闻.....9
二、 固定收益市场分析.....9
2.1 资金面分析.....9
2.2 利率债走势分析.....11
2.3 存单与信用债分析.....12
2.4 可转债分析.....13
三、 主要资产价格分析.....14
3.1 权益市场分析.....14
3.2 黄金市场分析.....17
3.3 原油市场分析.....17
3.4 黑色产业链分析.....18
3.5 人民币兑美元汇率分析.....19

一、 本周重点经济数据分析

1.1 食品和能源推动 CPI 重回通胀，PPI 跌幅继续收窄

CPI 再度回正，PPI 跌幅继续收窄。国家统计局 2021 年 1 月 11 日发布的全国价格数据显示，居民消费价格指数（CPI）同比在经历了年初 5.4%的高点后一路下滑至 11 月的负值，12 月再度回正，同比上涨 0.2%，上升 0.7 个百分点；扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.4%，回落 0.1 个百分点，表明内需依然疲软，政策没有急于转弯的必要性。12 月工业生产价格指数（PPI）同比下降 0.4%，降幅收窄 1.1 个百分点。12 月 CPI 和 PPI 表现均高于市场预期。预计一季度 CPI 受去年高基数和需求不稳影响将继续处于较低水平，PPI 因工业品价格连续上升有望转正。

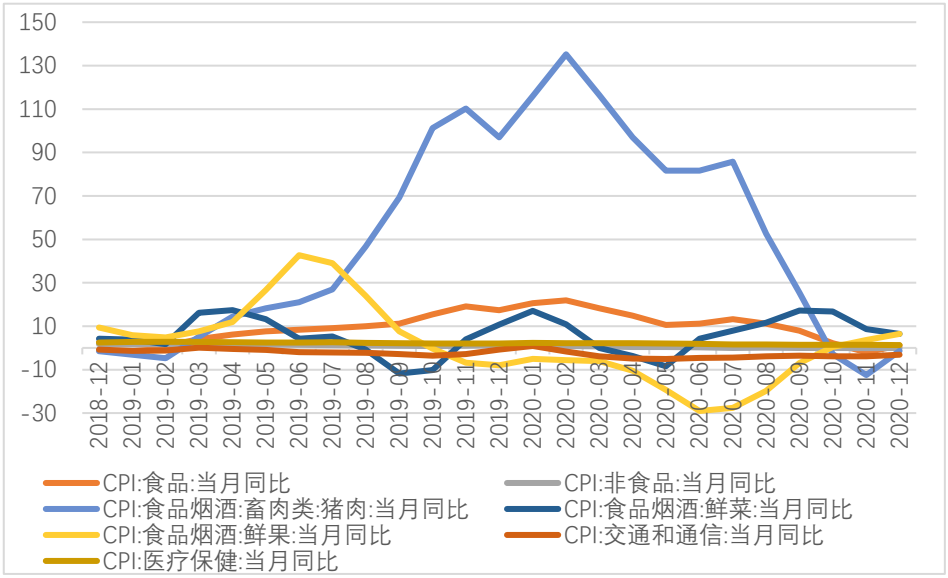
图 1：12 月 CPI 同比由负转正，PPI 降幅继续收窄（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

食品价格由跌转涨，国际原油价格上涨，是推动 CPI 转正的主要原因。12 月，食品价格同比由 11 月的下降 2%转为上涨 1.2%，影响 CPI 上涨约 0.26 个百分点。受冬季极寒天气及疫情反复影响，鲜菜鲜果的生产和储运成本增加，价格同比均上涨 6.5%，鲜果涨幅有所扩大。接近春节，消费需求季节性增加，加上饲料成本有所上升，牛肉和羊肉价格均上涨 4.6%，涨幅均有扩大；猪肉价格下降 1.3%，降幅收窄 11.2 个百分点。12 月非食品价格同比由 11 月的下降 0.1%转为持平，其中受国际原油价格上涨影响，国内汽柴油价格同比降幅均有收窄，交通和通信价格降幅也收窄 0.8 个百分点。

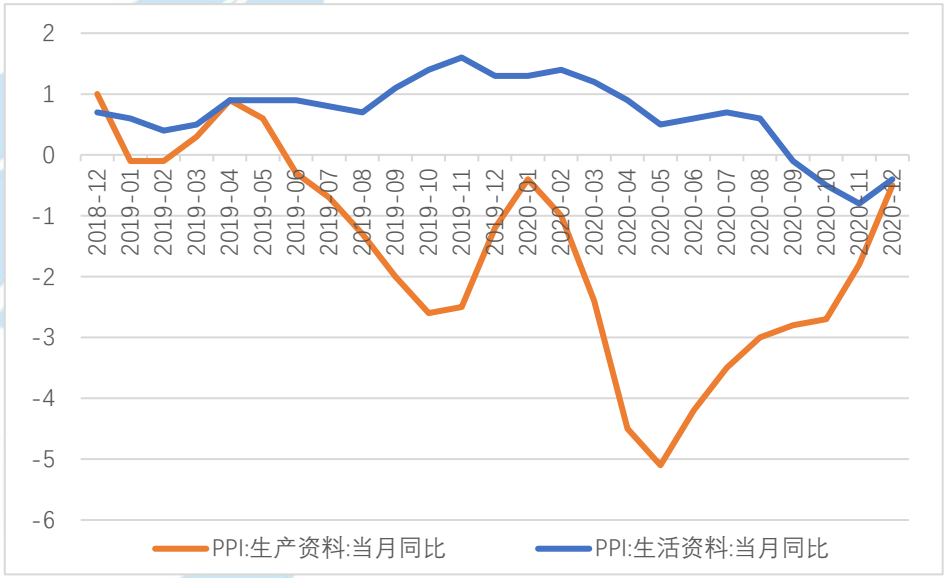
图 2：食品和国际原油价格上涨推动 CPI 转正（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

近期国际大宗商品价格攀升，加上国内需求稳定恢复，工业品价格不断上行，使得 PPI 降幅继续收窄。12 月 PPI 同比下降 0.4%，降幅较 11 月收窄 1.1 个百分点，其中生产资料价格下降 0.5%，降幅收窄 1.3 个百分点；生活资料价格下降 0.4%，降幅收窄 0.4 个百分点。

图 3：工业品价格上行带动 PPI 降幅收窄（%）

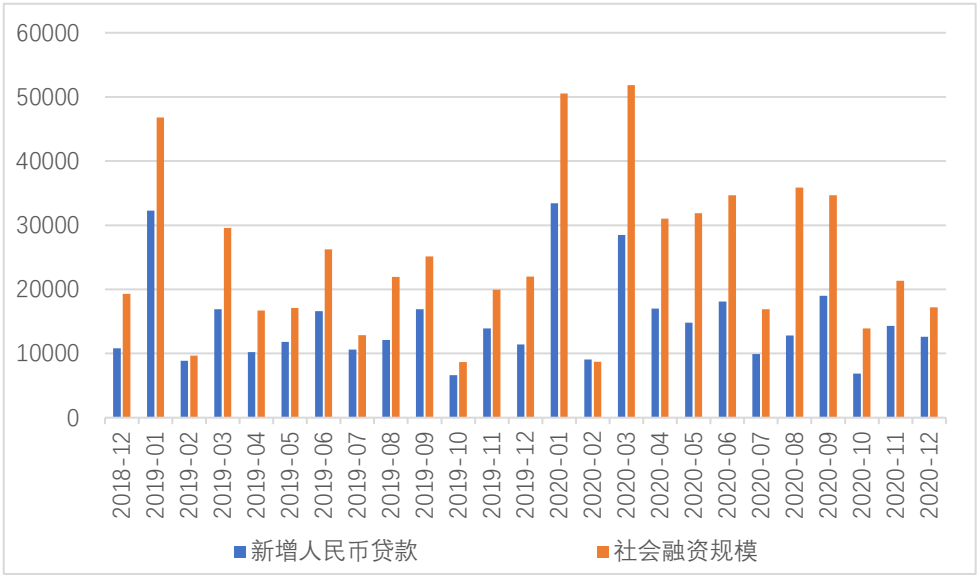


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.2 政策“稳”字当头下，社融规模新增和货币增速均不及预期

随着中国经济在疫后逐渐步入正轨，政策已回归常态，社融数据的意外下滑印证了政策拐点的到来。央行 1 月 12 日公布的最新金融数据显示，2020 年 12 月新增社会融资规模 1.72 万亿元，同比少增 4800 亿元，与上月 2.13 万亿元相比更是大幅减少近两成，但人民币信贷新增 1.26 万亿元，同比多增 1200 亿元，仍较上月减少 1700 亿元。货币供应上，广义货币（M2）同比增长 10.1%，较上月下降 0.6 个百分点；狭义货币（M1）同比增长 8.6%，较上月下降 1.4 个百分点。新增社融规模和 M2 均不及市场预期，人民币信贷基本符合市场预期。

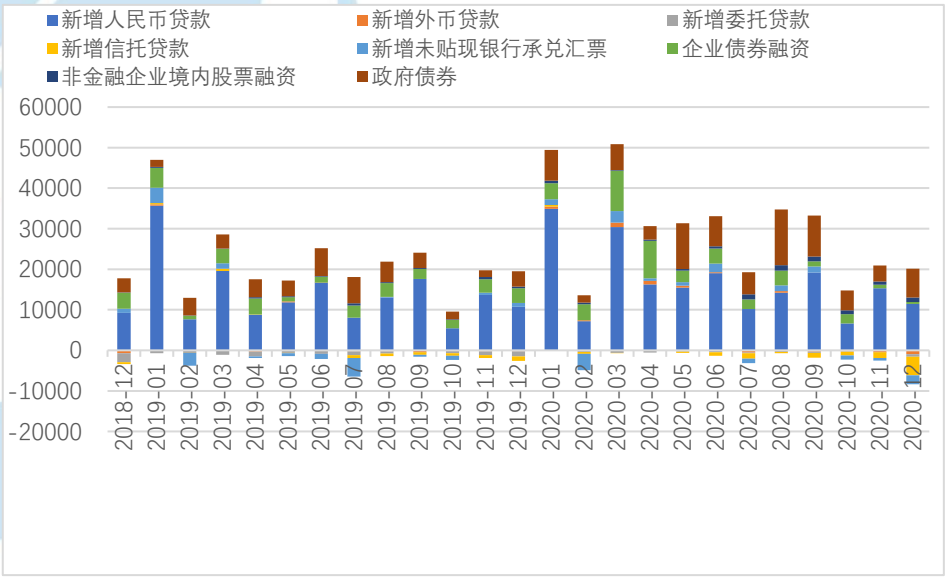
图 4：12 月新增社融规模下降较多，不及预期（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

社融新增下降较多，主要与信托贷款大量下降以及企业债券融资同比大幅少增有关。以结构看，新增社融规模的主要拖累项是企业债券融资和非标融资，主要支撑项是政府发债反弹。12 月新增企业债券融资仅 442 亿元，同比少增 3150 亿元，原因有两个：一个是与当月财政支出较低有关，这导致 M2 同比增速不及预期；另一个是当前债市仍受到 11 月永煤等国企信用债违约冲击波的影响。今年是资管新规过渡期的最后一年，信托等非标融资压降压力较大，加上年底信托贷款到期量较大，使得 12 月非标融资减少 7376 亿元，同比多减 5920 亿元，其中信托贷款减少 4601 亿元，同比多减 3509 亿元，为历史单月最大降幅。社融规模的主要支撑来自政府发债，12 月政府债券净融资 7156 亿元，同比多增 3418 亿元。

图 5：信托贷款和企业债券融资成为社融规模的主要拖累项（%）

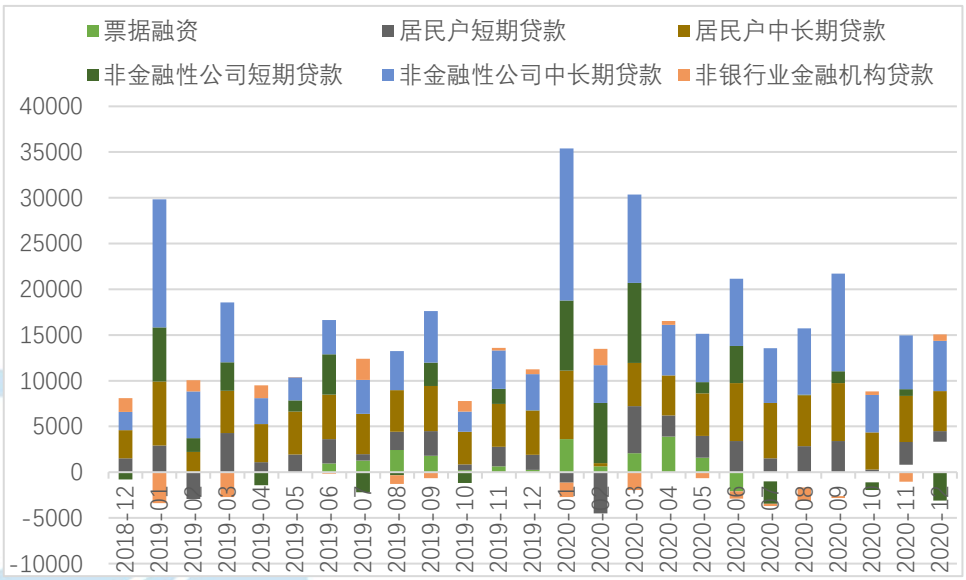


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

信贷方面，中长期贷款依然是支撑信贷多增的主因，信贷结构继续优化。12 月新增人民币贷款 1.26 万亿元，同比多增 1200 亿元，不过较 11 月的 1.43 万亿元略有回落，基本符合市场预期。从结构看，贷

款结构继续优化，中长期贷款占比继续增长。居民户贷款新增 5635 亿元，其中短、中长期贷款分别新增 1142 亿元和 4392 亿元，购房购车需求支撑中长期贷款增长，去年年底一线城市再掀买房热，30 个大中城市商品房成交面积同比增长近 10%，环比提高 2 个百分点。企业贷款新增 5953 亿元，其中短、中长期贷款同比分别减少 3097 亿元和新增 5500 亿元，这主要与企业生产维持高景气度导致企业投资需求旺盛有关。此外，企业票据融资增长明显，12 月增加 3341 亿元，同比多增 3079 亿元，这一定程度上与央行延续狭义信贷受控增长有关。

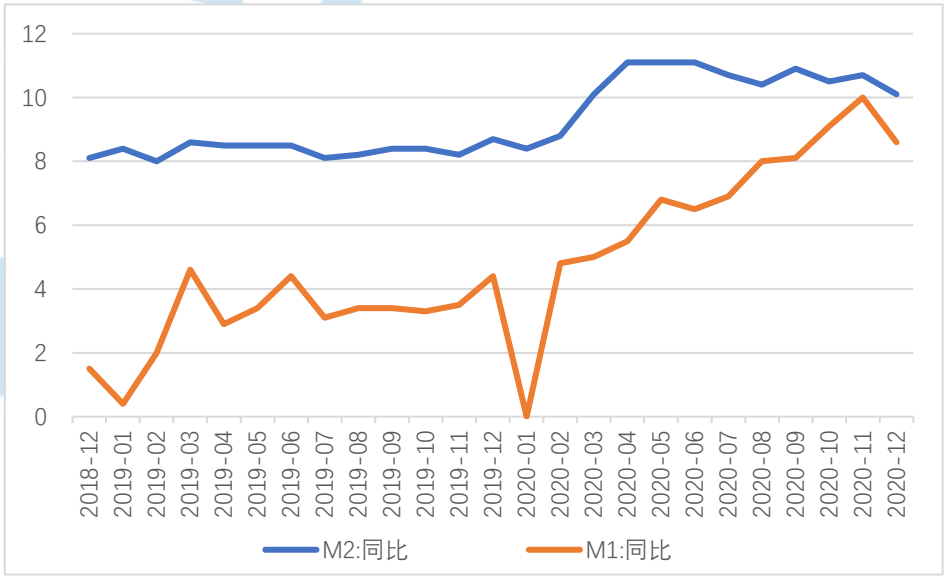
图 6：居民和企业中长期贷款继续支撑信贷规模增长（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

居民胡储蓄率高和消费意愿不强，导致新增存款尤其是非金融企业同比大幅减少，是货币增速不及预期的主要原因。货币供应方面，12 月 M2 同比增长 10.1%，较上月下降 0.6 个百分点；M1 同比增长 8.6%，较上月下降 1.4 个百分点，“剪刀差”扩大。12 月新增减少 2093 亿元，同比多减 8088 亿元，其中非金融企业存款新增 10959 亿元，少增 5078 亿元。

图 7：M2 和 M1 剪刀差开始扩大（%）



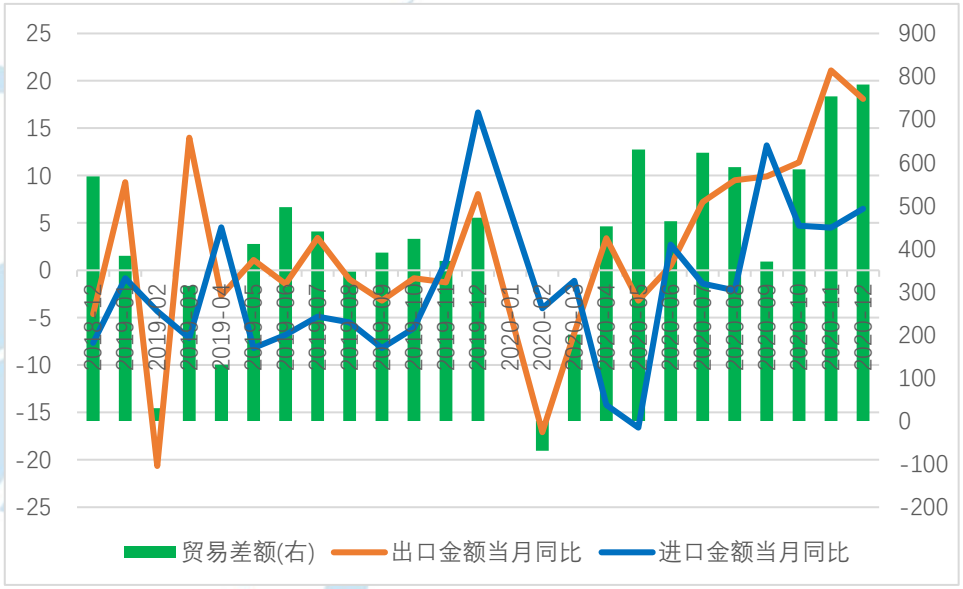
资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

未来政策预期主要以“稳”为主。央行在周五国新办新闻发布会上强调，2021 年稳健货币政策会更加灵活精准、合理适度，继续保持对经济恢复必要的支持力度，综合运用各种货币政策工具向银行体系提供短期、中期、长期流动性，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。

1.3 海外经济恢复和订单转移下，12 月出口仍保持强势，经济复苏基础更加牢靠

12 月出口大超市场预期，延续二季度以来强劲态势。海关总署 1 月 14 日发布的贸易数据显示，2020 年 12 月，以美元计，中国出口同比增长 18.1%，较 11 月回落 3 个百分点，为 2018 年 2 月以来次高水平；进口同比增长 6.5%，较 11 月加快 2 个百分点；实现贸易顺差 781.7 亿美元，较 11 月增加 27.7 亿美元，并创下单月顺差历史新高。在宽松政策和疫苗接种等条件刺激下，海外经济有望继续复苏，预计将继续带动中国出口贸易保持高增长，但同时国内外疫情反复以及外部环境特别是地缘政治不稳定带来的各种风险，仍然将给中国进出口贸易带来不确定性。

图 8：12 月出口同比大幅超预期增长，贸易顺差创历史新高（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

海外疫情没有明显好转以及部分订单转移至中国，口罩、医疗器械和居家办公用品出口持续高增长，是中国出口超预期的主要因素。主要产品出口方面，12 月防疫物资出口增速尽管放缓，但仍保持两位数增速，包括口罩在内的纺织品同比增长 11.7%，较 11 月回落 9.3 个百分点；医疗仪器及器械增长 24.3%，回落 13.9 个百分点。远程办公用品出口加快，包括笔记本电脑、平板电脑、液晶监视器等在内的自动数据处理设备及其零部件同比增长 54.5%，较 11 月加快 20.1 个百分点。机电产品出口继续维持较快增长，但增速较 11 月回落 1.9 个百分点至 23.1%；高新技术产品出口增速加快 5.4 个百分点至 26.5%。

RCEP 签订、中国积极加入 CPTPP 和中日韩 FTA 以及中美贸易战持续等政策预期下，中国出口正发生结构性变化，未来与东盟、日韩等周边国家的贸易将更加紧密。从出口国别看，12 月中国对美国、欧盟出口有所回落，同比分别增长 34.5%、4.3%，较 11 月分别回落 11.6 个和 4.3 个百分点，但对日本、东盟出口继续加速，增速分别加快 2.6 个、8.4 个百分点至 8.2%、18.4%。全年看，东盟超越欧盟成为中国第一大贸易伙伴，欧盟位列第二，其次为美国、日本，预计这一趋势在今年将更加深化。

进口方面，12 月原油进口量同比下降 15.4%，降幅较 11 月扩大 14.6 个百分点，由于油价仍低于去年同期，原油进口额同比下降 43.2%，降幅扩大 8.8 个百分点；由于铁矿石价格过高，加上中国正寻求进口多样性以降低对澳洲的依赖度，铁矿石进口量同比由正转负，下降 4.5%；进口额增长 32%，较 11 月下降 11.5 个百分点。

1.4 每周要闻

1、互联网存款新规发布，监管规范互联网揽存

1 月 15 日，银保监会办公厅、人民银行办公厅发布了《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》。这一通知终结了银行借助互联网平台吸存的模式，目前支付宝、腾讯理财通、京东金融等平台一度销售火爆的互联网存款产品已纷纷下架。总体来看，《通知》一是将银行互联网定期存款业务严格限定于自营网络平台（官网、手机银行等）；二是规定地方性银行开展互联网存款业务应立足于服务已设立机构所在区域的客户。此外，虽然《通知》规定商业银行不得通过非自营网络平台开展定期存款和定活两便存款业务，但对存量业务整改方面允许到期自然结清。

2、东方金诚因三项违法行为被人民银行处罚

1 月 11 日，中国人民银行营业管理部行政处罚信息公示（银管罚（2021）1 号）显示，针对东方金诚国际信用评估有限公司“1.未按照法定评级程序及业务规则开展信用评级业务；2.违反独立性要求；3.违反评级作业的一致性原则。”给予警告，并处罚款 594.5 万元。在短短的不到 2 个月时间内，这是东方金诚收到的第二张监管机构的罚单。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：央行 5 个月以来首次缩量续作 MLF，资金面延续宽松

1）央行的公开市场操作：央行公开市场净投放 1610 亿元

本周央行共开展 160 亿元 7 天期逆回购操作，有 550 亿元逆回购到期，逆回购净回笼 390 亿元。1 月 15 日，人民银行开展一年期 5000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，当日 3000 亿元 MLF 到期。全周累计净投放 1610 亿元。下周（1 月 18 日至 1 月 22 日）央行公开市场将有 160 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 50 亿元、50 亿元、20 亿元、20 亿元、20 亿元；无正回购和央票等到期。

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	-200	-100	-100	-100	-3050
7 天	50	50	20	20	20
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）365D	0	0	0	0	0
MLF（回笼）366D	0	0	0	0	5020
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	-150	-50	-80	-80	1970

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：本周资金面宽松。本周资金面持续宽松，规模上小额投放，节奏上高频操作，成了近期公开市场操作的鲜明特点。在连续数日开展 50 亿元逆回购操作之后，央行连续 2 日开展 20 亿元逆回购操作，单日逆回购操作量创下近 10 年来新低。既体现了央行对岁末年初流动性的关注和呵护，也表明了

保持流动性合理充裕、市场利率稳定运行的态度，凸显了“稳”的主基调。1 月 15 日（本周五）央行开展 5000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，但操作量低于 8000 亿元。

表 2：本周货币市场利率（%）

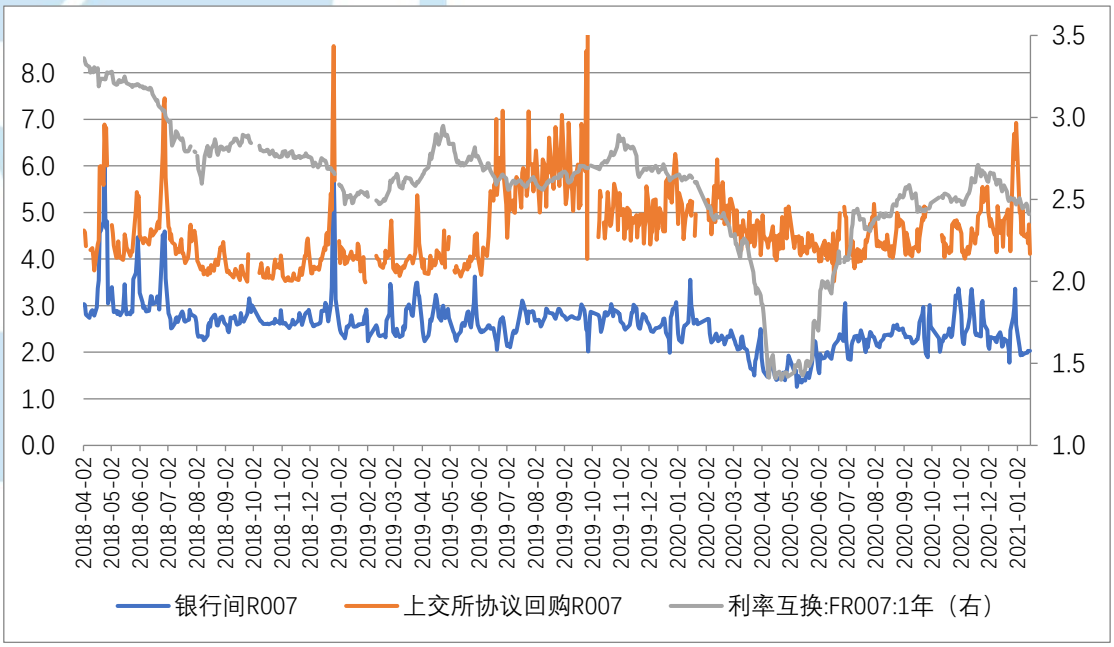
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	1.2854	1.4099	1.4660	1.7404	1.8100
	R007	1.9881	1.9894	2.0316	2.0226	2.0334
	R014	2.2576	2.2491	2.3589	2.2772	2.1043
	R021	2.7126	2.8042	2.9505	2.8016	2.7916
	R1M	2.6054	2.5593	2.8325	2.4747	2.2834
上交所协议回购	206001	4.5770	4.4970	4.6490	4.7200	4.7200
	206007	4.4660	4.5440	4.3400	4.7420	4.1090
	206014	5.1830	5.1940	5.2730	5.1680	5.2940
	206021	5.5940	5.9620	6.7140	5.7330	6.0050
	206030	6.3640	6.1870	6.9690	9.0040	5.1200
利率互换定盘：1Y	FR007	2.4741	2.4610	2.4257	2.4655	2.4654

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：春节前全面降准概率较低，结合本次小幅缩量续作 MLF，预计 2 月份春节前央行将提前续作到期的 MLF

春节前后共有三笔 MLF/TMLF 到期，分别是 1 月 15 日 3000 亿元 MLF 到期、1 月 25 日 2405 亿元 TMLF 到期、2 月 17 日 2000 亿元 MLF 到期，其中 2 月 17 日处于春节假期，MLF 将顺延至 2 月 18 日到期。在当前经济继续修复、内需不稳的情况下，短期政策将以“稳”为主，春节前流动性压力都不会太大，但降准的可能性也比较小，政策工具利用将以 MLF 为主、临时性准备金（CRA）等其他工具为辅。

图 9：本周资金面宽松（%）



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：货币政策的取向仍是中性，“不缺不溢”基调未发生改变，债市仍将震荡

1）利率债走势复盘：资金面延续宽松，央行缩量续作 MLF，债市收益率先下后上

本周资金面较上周有所收敛，但是整体依旧宽松，债市震荡。具体来看，周一，公开市场净回笼 150 亿元，上周五 10 年美债震荡上行至 1.105%附近，美元指数继续反弹至 90.3 附近，统计局公布数据显示，我国 12 月份 CPI 同比上涨 0.2%，前值为-0.5%；12 月份 PPI 同比增长-0.4%，前值为-1.5%，涨幅高于预期，受这些负面的信息影响，长债收益率小幅上行；周二，公开市场净回笼 50 亿元，10 年美债收益率在可能的数万亿美元纾困措施及大量美债发行的压力下，继续上行，一周累计上行幅度超 20bp，不过国内债市在资金面宽松的支撑下，并未受到太大的影响，上午长债收益率整体微幅下行后横盘震荡，下午国债期货尾盘突然大幅拉升，长债收益率下行，晚间社融数据公布，大幅低于预期；周三，公开市场投放 20 亿元，逆回购到期 100 亿元，净回笼 80 亿元，公开市场操作完美的诠释了“政策操作更加精准有效，不急转弯”的中央经济工作会议精神，下午国债期货再次表现强势带动现券收益率下行；周四，央行继续开展 20 亿元 7 天期逆回购，当日有 100 亿元逆回购到期，净回笼 80 亿元，上午海关总署公布数据显示，去年 12 月我国以美元计出口同比增 18.1%，前值增 21.1%；进口增 6.5%，前值增 4.5%，数据好于预期，但是在持续宽松的资金面的影响下，债市做多的情绪仍强，长债收益率小幅下行；周五，前日晚间拜登公布了 1.9 万亿美元刺激方案，10 年美债维持在 1.10%附近，美元指数再次反弹至 90.4 附近，央行开展了 20 亿元 7 天期逆回购，当日有 50 亿元逆回购到期，与此同时央行开展 5000 亿元 MLF，为对当日到期的 3000 亿元 MLF 以及 25 日到期的 2405 亿元 TMLF 续作，这是过去 5 个月以来 MLF 头一回缩量续作，资金面先松后紧，下午央行货币政策司官员提及的“目前我国存款准备金率水平不高”发言似乎进一步降低降准的概率，在多重消息冲击下，市场迎来了一周以来的大幅回调，全周，10 年国债活跃券 200016 收益率与上周持平为 3.145%，10 年国开债活跃券 200215 收益率累计上行 0.025BP 至 3.54%。

图 10：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：货币政策维持中性，通胀温和回升，出口依然强势，信用尚未收缩，表明长债收益率仍将震荡。

央行货币政策“不缺不溢”基调未变，全面降准的可能性较低。近一个多月以来，央行持续维护资金面的宽松，增加净投放，其背景是 11 月的信用风险冲击市场、跨年时点临近、人民币升值等，并不代表货币政策转向，中央多次强调“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”，在此背景下，货币政策的取向仍是中性，“不缺不溢”基调未发生改变。对于近期市场期待的央行以降准替代 MLF 的操作，我们认为在人民币近期较强势升值，国际资本流入的背景下全面降准的概率较低，但是不排除普惠金融定向降准的可能性。

国内经济基本面依然向好，美国大规模财政刺激的推出也将继续带动我国出口上行的局面。从实体经济来看，12 月 CPI 转正，PPI 加速回升，出口强势，表明我国经济仍保持稳中向好的恢复态势，虽然 12 月的金融数据低于市场预期，但是我们认为社融的回落主要原因是非标的压缩以及信用风险事件对债券融资的短期冲击所致，实体融资需求并未快速收缩，依然较为强劲，企业长贷同比继续保持多增，新增占比达 43.7%，信贷结构改善趋势并未改变。与此同时，拜登在 1 月 14 日提出总额达 1.9 万亿美元的经济救助计划，美国财政刺激支撑居民部门消费，美国地产周期和消费动能有望持续，利好我国外需，出口产业链料维持高景气度，同时出大规模的财政刺激政策，也将推高通胀的预期。综上，我们仍维持一季度长债收益率以震荡为主的判断。

2.3 存单与信用债分析：信用债各等级及各期限收益率多数下跌

1）一级市场发行：一级存单发行利率多数上涨，信用债发行量较上周下降

本周同业存单发行量较上周上涨，本周存单发行量约 2,811.70 亿元，较上周发行量上涨 60.21%。本周存单到期量为 2,655.40 亿元，较上周到期量上升 76.12%。

各期限商业银行存单收益率多数上涨，1M 期存单收益率较上周上涨 18.40bp 报 2.0248%，3M 期存单收益率较上周上涨 5.96bp 报 2.3413%，6M 期存单收益率较上周上涨 3.68bp 报 2.5269%，9M 存单收益率较上周下降 0.09bp 报 2.6430%。

信用债方面，一级市场信用债发行量下降。本周非金融企业短融、中票、企业债和公司债合计发行约 2,408.19 亿元，较上周环比下降 21.58%。

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跌

信用债二级市场方面，信用债各等级及各期限收益率多数下跌，AAA 级 1 年期、AAA 级 3 年期、AAA 级 5 年期较上周分别下降 4.92bp、上升 0.77bp、下降 5.14bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别下降 5.92bp、下降 5.23bp、下跌 7.15bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别下降 5.92bp、下降 5.23bp、下降 7.14bp。

表 3：信用债各期限收益率水平（%）

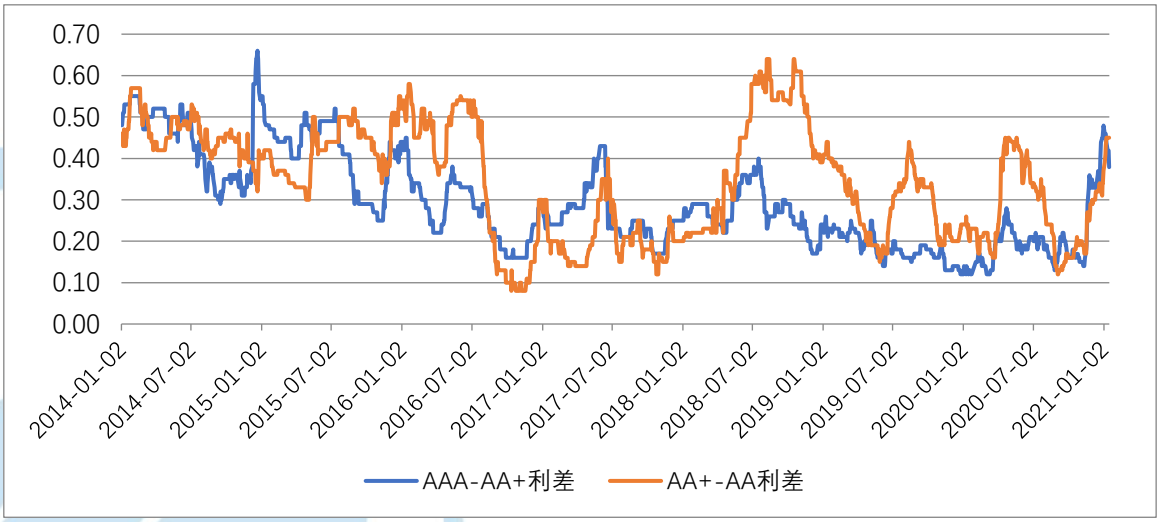
信用债种类	当前利率（%）	2013 年以来分位数（%）	较上周变动（BP）
信用债(AAA)：1 年	2.916	13.30%	-4.92
信用债(AAA)：3 年	3.4591	20.60%	0.77

信用债(AAA):5年	3.680	17.30%	-5.14
信用债(AA+):1年	3.205	16.00%	-5.92
信用债(AA+):3年	3.838	29.00%	-5.23
信用债(AA+):5年	4.240	31.00%	-7.15
信用债(AA):1年	3.645	28.90%	-5.92
信用债(AA):3年	4.288	34.90%	-5.23
信用债(AA):5年	4.700	31.80%	-7.14

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，高评级信用利差收窄，AAA与AA+信用利差较前周收窄6bp至38bp，AA+和AA之间的利差较前周无变化。

图11：高评级信用利差收窄（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2.4 可转债分析：权益市场全周震荡下行，可转债各市场涨跌不一，关注周期品龙头、可选消费、银行保险、科技成长龙头及优质新券

1）可转债的走势复盘：权益市场全周震荡下行，可转债各市场涨跌不一

本周权益市场全周震荡下行，上证指数本周收于3566.38下跌0.10%，深证成指本周下跌1.88%，创业板指本周下跌1.93%，中小板指本周下跌2.03%，价值风格板块跌幅超过价值风格板块。可转债各市场涨跌不一，本周上证转债下跌0.42%至331.96，深证转债上涨0.69%至267.21，中证转债下跌0.04%至373.88，其中，英科转债、至纯转债、亚药转债、天康转债、赛意转债等领涨，此前连续下跌的品种本周获得一定青睐，即将赎回的至纯转债在光刻机概念的带动下正股涨停、转债涨幅上榜；盛屯转债、三超转债、寒锐转债、福莱转债、晨光转债等领跌。一级方面，本周仅美诺转债一只转债发行，三诺转债、超声转债、金诚转债、长海转债、大秦转债、天壕转债六只转债上市。

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及隐含波动率处于震荡区间，较上周小幅上行。

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：转债市场的分化行情越发极致，但分化行情结束可能会提前于利率拐点到来，关注周期品龙头、可选消费、银行保险、科技成长龙头及优质新券

随着注册制的逐步推行，非龙头企业稀缺性、壳资源价值降低，自 2020 年 12 月 14 日退市新规征求意见稿发布到 2020 年 12 月 31 日更为严格的正式稿落地，市场的分化行情越发极致。退市制度完善之后，经营不善、触及红线的个股将被逐渐边缘化，优胜劣汰的机制利于市场健康发展，只不过在分化行情下小票集体受到市场打压。极端情绪退潮后有业绩、细分行业龙头公司可能将迎来反弹窗口期；长期来看，价值投资风格下，具备较高成长性及可持续性的公司仍将被市场所认可。然而需要注意的是，随着名义产出缺口在第二季度走低，PPI 高点在年中出现，名义利率可能也随之下行。一旦无风险利率上行趋势出现反转，目前极端的市值风格分化现象可能也会结束。同时，由于市场对于年中经济高点的预期较为一致，市值风格分化现象的结束可能会提前于利率拐点到来。

部分转债权重券拖累市场整体表现，弱资质标的难有起色。转债的行业涨幅全面落后于权益市场，主要原因是转债各行业普遍存在债券余额分化较小、无法有效划分正股市值大小，部分具有一定权重的转债个券在本周股票市值因子贡献显著的背景下拖累了整体表现。受到股性估值的回调以及权益上涨趋势的带动，当前为一季度布局的良好机会。中长期看好消费行业、科技行业以及光伏主题转债；风格方面优质白马券值得持续关注，在个券筛选方面应考虑有业绩支撑、性价比较高的转债。对于打新，则需要关注市场情绪，若情绪过冷或短期供给过多则需谨慎。综上所述，建议关注以下行业：（1）顺周期中基本面较优的相关标的，如可选消费、光伏主题、银行保险等；（2）结合对于年内内生景气向上行业的判断，部分高成长类标的在估值回调后值得关注，如科技成长龙头等；（3）关注优质新券。

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：短期压力尚存，抱团风格或结束，建议关注二线绩优、顺周期和可选消费

1) 权益市场走势复盘——股指冲高回落，行情风格特征切换明显

本周市场高位震荡、冲高回落：上证综指周内一度站上 3600 点关口，但后半周震荡回落，最终报收于 3566 点，全周跌 0.1%；同期深圳成指和创业板指分别下跌 1.88%和 1.93%。量能方面，两市成交金额连续十个交易日保持在一万亿元上方，维持在高位水平。

盘面上，行情风格特征切换明显：一方面，“漂亮 50”基金抱团股开始放量调整，出现抱团松动迹象，如白酒、食品饮料、新能源电池与汽车、光伏、军工等板块中的核心公司；另一方面，以优质银行、保险及核心科技为代表，估值合理的绩优公司得到场内资金重点布局，周内表现突出；与此同时，部分被前期市场错失的中小盘股也开始获得关注，体现在下半周市场调整时涨停个股数和上涨个股数却明显增加。如周五次新股、高送转等概念股明显活跃。总体看，如我们上期提示，“漂亮 50”随着估值水平远超合理区间难以维系，行情风格开始向二线绩优公司扩散转移。

图 13：上证综指冲高回落量能维持较高水平短期波动或加大



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，美股三大指数均下降，道指本周下降 0.91%，报 30814.2600 点，纳指本周下降 1.54%，报 12998.5000 点，标普 500 指数本周下降 1.48%，报 3768.2500 点。

市场没有太理会美国当选总统拜登周四公布的 1.9 万亿美元刺激方案的重磅消息。因为市场之前对新一轮刺激计划出台已经有了充分的预期。加码刺激无疑会增加财政压力，市场的担忧也是可以理解的。企业面临增税风险且拜登呼吁提高最低工资标准，这样经营成本可能上升，因此市场风险偏好回落，部分投资者获利了结。美国股市估值已处于极高水平且新冠疫情还在肆虐。美国和欧洲疫情形势依然很严峻，而疫苗大规模接种并产生预期效果还需要假以时日。

图 14：美股三大股指均下跌



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2) 权益市场展望——短期压力尚存，抱团风格或结束，建议关注二线绩优、顺周期和可选消费

展望后市，市场仍有短期压力。首先，本周“漂亮 50”持仓松动从中期看或仅仅是开始，后续大概率将持续松动。“漂亮 50”抱团个股大多为指数权重股，虽普遍具备优秀的基本面，但受抱团推动估值远高于合理水平，因而面临巨大的估值回归压力。估值回归一旦进入负反馈进程，短期调整幅度或较大，进而引发市场较大波动。其次，投资者分歧增加，加大短期上行阻力。一方面，抱团股松动提升浮盈丰厚的中长期投资者兑现获利意愿，加大短期卖压和资金流出。再一方面，在新发基金连续两周爆卖之后，场外资金的流入热情基本释放，后续增量资金或将减少。此外，低估值港股不断吸纳国内资金，A 股资金或遇分流压力。从本周看，陆股通北向资金净流入 A 股资金为 179.6 亿元，远低于同期港股通南向净流入的 474 亿元。

不过，从中期看三大因素仍将继续支撑 A 股。其一，宏观经济继续向好的态势未变。据海关总署统计，2020 年 12 月出口增速小幅回落，但规模仍然保持高增长。以美元计价，12 月出口同比增长 18.1%，前值为 21.1%；进口同比增长 6.5%，前值为 4.5%；贸易顺差 781.7 亿美元，再创单月历史新高。当前海外疫情严重，防疫用品出口增速虽然回落但短期仍将维持正增长，一季度末以前高顺差的局面或将持续。

其二，短期货币政策大幅收紧概率不大。12 月金融数据：M2 增长 10.1%，前值 10.7%；M1 增长 8.6%，前值 10.0%；M0 增长 9.2%；新增人民币贷款 12600 亿元，前值 14300 亿元；社会融资规模 17200 亿元，前值 21343 亿元。M1、M2 同比增速分别回落 0.6 和 1.4 个百分点，同时社融增速低于市场预期，拐点基本确认。整体看，货币政策正持续收敛。不过，15 日央行副行长陈雨露表示，2021 年稳健货币政策会更加合理适度、灵活精准，央行会坚持稳字当头，不急转弯，灵活把握货币政策的力度、节奏和重点，以适度货币增长支持经济持续恢复和高质量发展。由此，货币政策短期内持续大幅收敛的概率并不大。

其三，居民财富加大权益资产配置的趋势不变，场外资金有望不断入市。促进居民财富向权益市场配置转移，积极扩大引入保险等长期资金配置 A 股，是今年监管层的重要工作之一。受管理层推动，场外资金还将持续加大 A 股配置。

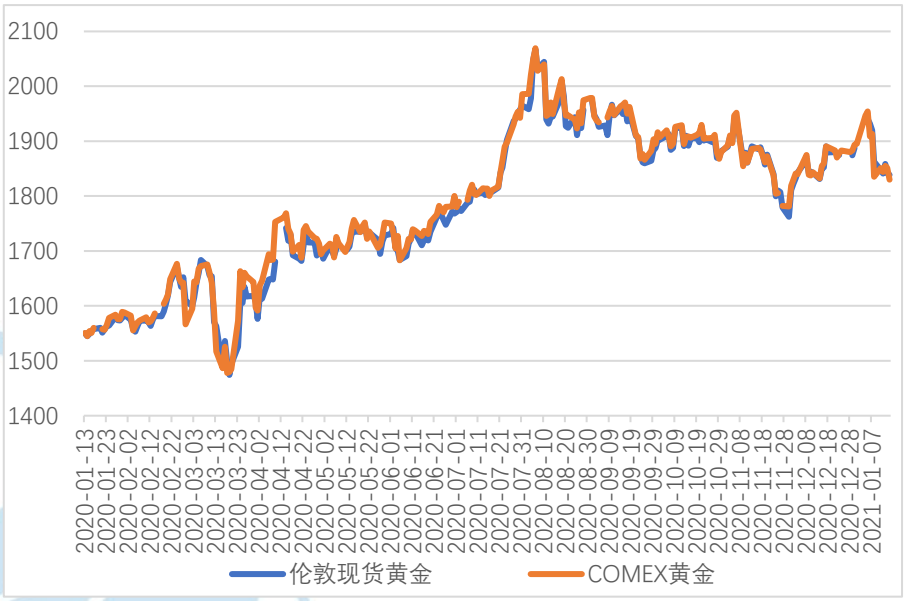
综上研判，我们认为，市场仍有短期压力，短期波动难免，但短期波动难改市场中期内的春季行情趋势。需要注意的是，行情特征上，随着国内名义产出缺口在第二季度走低，PPI 高点或在年中出现，名义利率可能也随之下行，而一旦无风险利率上行趋势反转，前期极端的抱团股行情风格可能结束。建议谨慎

参与“漂亮 50”，理性投资，积极挖掘二线绩优公司；行业配置方面，建议关注周期品龙头、银行保险和可选消费。

3.2 黄金市场分析：美新任政府推出更大刺激方案以及美联储承诺继续购债下，美元升值，导致金价小幅下跌

金价连续第二周下跌，周五，伦敦现货黄金价格较周四下跌 2.75 美元，或-0.15%，收报于 1839 美元/盎司，全周累计跌幅 1.28%；美国 COMEX 黄金期货结算价下跌 21.5 美元，或-1.16%，收报于 1829.9 美元/盎司，全周累计跌幅 0.3%。

图 15：金价本周小幅下跌（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

美国新任政府计划推出更大规模的刺激方案，以及美联储强调维持购债计划不变，支撑美国经济复苏，美元继续反弹，美债收益率创两个月以来单周新高，导致金价下跌，但全球疫苗接种进展缓慢导致经济不确定性并未消除，也限制了金价跌幅。

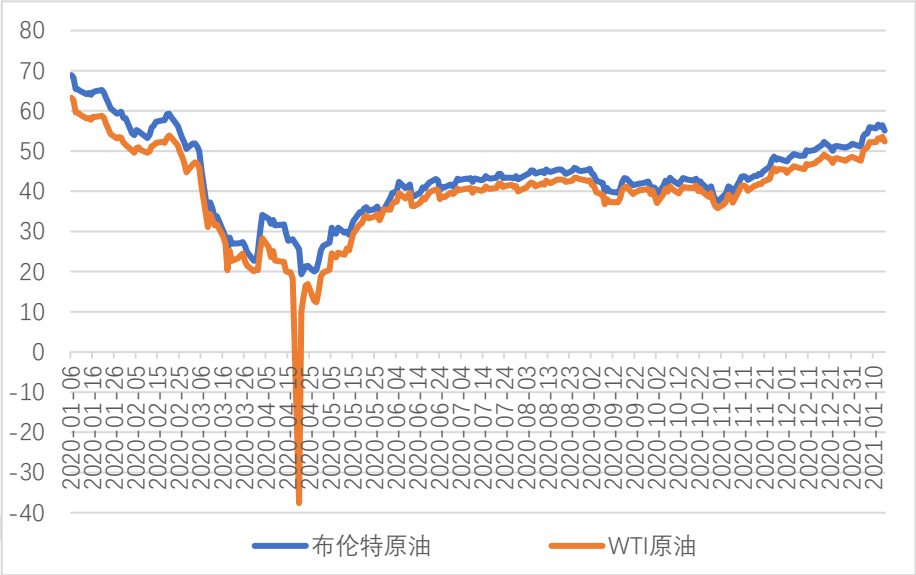
定于下周上任的拜登新政府在本周四公布了一项 1.9 万亿美元的经济刺激计划，主要是在疫情反弹情况下加大对经济的援助力度。这项刺激计划包括推行疫苗接种的 4150 亿美元、直接对家庭提供救助约 1 万亿美元、对受疫情冲击特别严重的小型企业与社区提供贷款约 4400 亿美元。拜登还打算未来几周内公布另一项计划。在刺激政策预期加大下，本周美元指数创下 2020 年 10 月以来的最大单周涨幅 0.8%，10 年期美债收益率创近 10 个月高点 1.156%，一些大宗商品价格也开始出现回调，但同时也降低了黄金的避险需求，导致了金价下跌。

短线金价仍可能因美元人气提升和债券收益率提高而下跌，但未来金价仍有上升的空间。拜登政府将于下周上任，届时新的执政计划和新政府人员将陆续公布，在疫情仍严重和经济恢复不及预期下，除本周公布的 1.9 万亿美元刺激计划外，市场预期拜登上台后将推出更多的经济刺激计划，整体上有利于支撑美国经济的恢复，将对金价造成承压。中长期看，去年黄金需求的许多驱动因素在 2021 年仍有延续，例如较低的利率水平、财政刺激以及疫情对经济的持续不利影响，美国新冠疫苗的接种速较慢也对今年的疫情形势产生不确定性，因此整体宏观形势对黄金仍有利，我们维持中期金价在 1900 美元上下的预测。

3.3 原油市场分析：OPEC+减产支撑油价上涨，但疫情恶化仍对油价上涨造成掣肘

周五，布伦特原油期货合约结算价较周四下降 1.32 美元，或-2.34%，收报于每桶 55.1 美元，全周累计跌幅 1.59%；美油 WTI 期货合约结算价下降 1.21 美元，或-2.26%，收报于每桶 52.36 美元，但全周看却累计微涨 0.23%。

图 16：本周油价涨幅缩小（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

一方面，上周 OPEC+达成的维持现有减产规模不变同时沙特自愿减产 100 万桶/日，对本周油价基础具有支撑作用，同时中国发布的乐观进出口数据和拜登政府公布的经济援助计划也刺激油价上涨，但另一方面，全球疫情新增和死亡病例持续上升，疫苗接种进程缓慢，也对原油需求前景造成一定冲击，制约了油价继续上涨。美国当选总统拜登在本周公布了一项近 2 万亿美元的经济援助计划，这可能会增加美国及全球的石油需求，不过随着欧美疫情仍处于严重状态，许多地方继续对旅行实施限制，这将在数月内抑制原油需求。

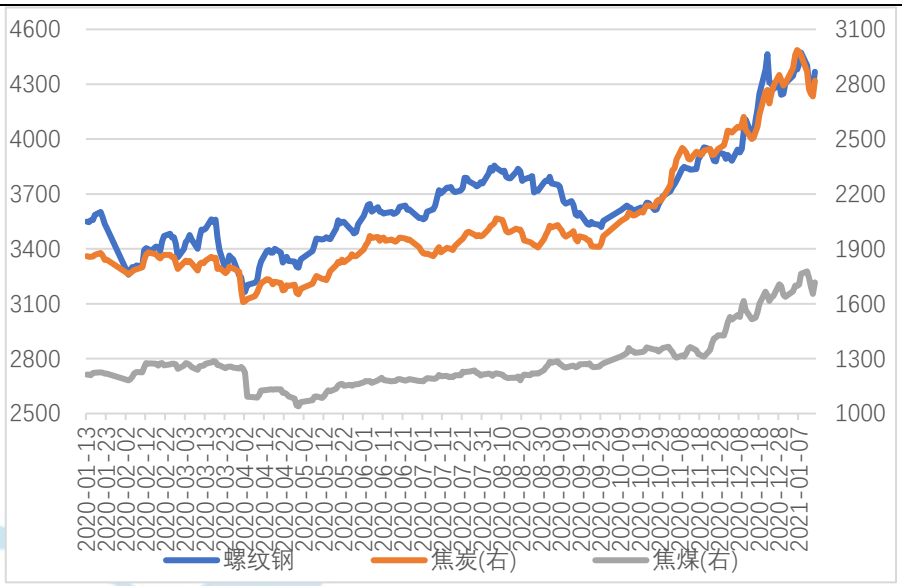
美国能源信息署（EIA）周三公布的数据显示，截至 1 月 8 日当周，原油库存减少 324.8 万桶，降幅大于预期的 300 万桶，但由于原油冶炼厂增产，汽油和精炼油库存上升。成品油供应过剩抵消了原油库存下降的影响，燃料需求前景依然低迷。EIA 预测 2021 年美国原油产量将为 1110 万桶/日，同时将全球原油需求增速预期下调至 556 万桶/日，此前为 578 万桶/日。此外投行高盛也将今年 1 月、2 月和 3 月的需求预测分别下调了 100-200 万桶/日。

短期内没有明显的边际变化将使得油价维持当前的水平附近波动。此前，OPEC+各产油国宣布达成一致，维持当前减产力度至少到二季度，加上美新旧政府平稳过渡的可能性增加，导致油价出现连续大涨，目前价格已稳定在 50 美元之上。未来能够左右油价主要因素在于疫情演变、OPEC+减产以及国际地缘政治变化等。现在看，随着下周美国新任总统拜登的上台，市场预期对美国疫情遏制将利好，疫苗接种或将加快，国际地缘政治也将得到一定缓和，OPEC+减产在边际上也难以有新的变化，整体上对油价上涨是有利的，但油价大幅上涨的可能性同样不大。

3.4 黑色产业链分析：淡季和寒冬共同影响下，投资者获利了结，黑色系价格冲高回落

黑色系产品价格冲高回落，周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周同期每吨下跌 105 元，收报于 4368 元/吨，跌幅 2.35%；焦炭价格每吨大跌 139 元，收报于 2818.5 元/吨，跌幅 4.7%；焦煤价格每吨下跌 48 元，收报于 1716 元/吨，跌幅 2.72%。

图 17：黑色系价格本周冲高回落（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

受淡季效应和数十年寒冬的不利影响，下游行业需求明显不足，加上投资者获利了结，黑色系价格冲高回落。元旦后接近春节，市场属于传统淡季行情，钢材市场成交不活跃，处于萎缩状态，随着越来越接近春节，淡季效应将加速兑现，库存延续增加态势。同时，数十年一遇寒潮天气在本周到达我国，影响我国大部地区，后期需求可能会进一步走弱。从实际运行和数据看，螺纹钢本周产量 345.37 万吨，较上周下降 4.19 万吨；总库存（厂库+社库）701.31 万吨，增加 46.01 万吨；表观消费量 299.36 万吨，下降 17.08 万吨。此前公布的 PMI 先行数据显示经济持续向好和复苏，预计未来下游市场对螺纹钢的需求不会太差，但本周公布的金融数据显示，宽松的经济政策正在转稳，财政政策刺激力度将下降，这将制约行业企业的生产和投资需求，将对螺纹钢价格不利。

双焦期价同样在近期涨幅过快下冲高回落，与基本面关系变化不大。近一段时间以来，市场普遍认为今年经济复苏将导致原材料需求回升，导致各种原材料价格持续快速上涨。但基本面变化不大，焦炭第十二轮提涨后，焦企利润继续走强，开工积极性高，焦企平均开工率接近七成。需求端的下游钢厂产量虽略有下降，但仍保持高位，补库也较积极。焦煤一直受制于近期进口政策，蒙煤通关量较少，澳煤无法通关，而下游焦化厂在高利润支撑下需求保持旺盛，焦煤供需整体偏紧格局不变。市场仍一致看多今年大宗商品市场行情，预计双焦价格调整后仍将反弹上涨。

3.5 人民币兑美元汇率分析：人民币汇率单边升值的阶段或将告一段落，将在合理均衡水平上保持基本稳定

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.4633，较上周上涨 0.12%。即期汇率报 6.4752，较上周下降 0.05%。美元指数报 90.79，创一个月以来新高，周涨 0.8%。

美债收益率止跌企稳是支撑美元指数反弹的主要原因。此外，市场对全球公共卫生事件的担忧情绪激发美元的避险买盘也对美元指数构成了一定的支撑。不过从长期来看，拜登近日宣布了 1.9 万亿美元的财

政刺激计划，预计美联储会在评估这一财政刺激方案的基础上对货币政策进行微调，一方面可能会强化长期宽松的前瞻指引，另一方面对宽松结构进行调整，不排除进一步加码当前宽松货币政策的可能。整体而言，美联储将维持其鸽派作风，美元指数将承担压力。

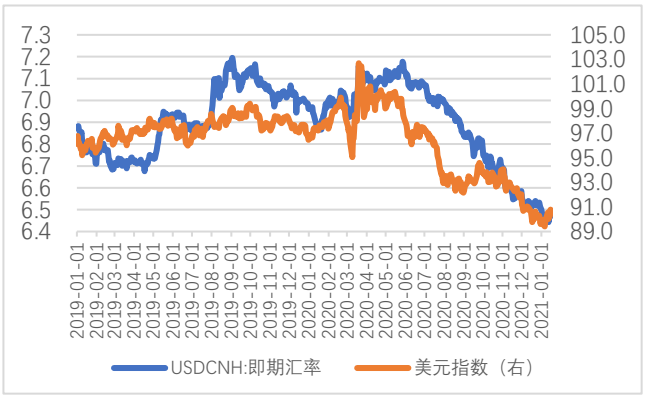
总的来看，人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，与我国的对外贸易和经济基本面是相符的。与其他主要货币相比，人民币对美元汇率升值幅度也较为适中。未来人民币汇率走势取决于国内外经济形势、国际收支状况和国际外汇市场变化等因素。总的看，人民币汇率单边升值的阶段或将告一段落，预计将在合理均衡水平上保持基本稳定。

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，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依旧延续震荡态势，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。负债稳定，能承受波动的账户可适当提前布局明年利率债行情。
	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。