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:中央经济工作会议定调明年政策方向，央行大额投放提振债市情绪（2020.12.14-2020.12.18）

摘要

- **中央经济工作会议：会议聚焦制约当前经济发展的瓶颈问题，并再提“需求侧改革”、“强化反垄断和防止资本无序扩张”。**会议认可中国经济复苏形势，同时认为“经济恢复基础尚不牢固”，在低基数作用下，预计明年经济大概率将恢复性增长。积极的宏观政策将逐渐退出，明年财政政策力度或将小于今年，但货币政策的退出过程或将更缓慢。会议再提“注重需求侧改革”、“强化反垄断和防止资本无序扩张”，扩大居民收入和消费将成为明年的一个重点，同时对科技研发的投入将显著提升，科技战略地位将放在更重要位置上。会议重申“房住不炒”，旨在通过增加租赁住房供给和保障租户权益，以解决大城市住房问题。
- **宏观数据：海内外需求修复下，部分经济数据超市场预期，内生增长动力强化。**需求修复拉动下，国内企业生产继续改善，11 月工业增加值同比增速继续提高，其中制造业增速最快。需求侧，随着疫后生活秩序逐渐恢复正常，人们消费信心不断增强，消费增速继续回升。投资增速在制造业企业利润不断改善、财政支出加快的背景下也继续提高，制造业投资提高幅度最大。此外，在经济整体持续向好的背景下，就业市场继续好转，失业率连续下降。
- **资金面及央行公开市场操作：央行公开市场净投放 5600 亿元，本周资金面均衡偏宽松，预计下周银行间流动性将呈现均衡偏紧态势。**本周二（12 月 15 日）MLF 超额续作在预期之内，但量超预期，主要为了缓解银行年底阶段负债端压力、支持专项债和再融资债券发行、呵护流动性环境等。在资金面“不缺不溢”的要求下，跨年资金预计相对平稳。而存单最受益于本次 MLF 操作，预计存单利率继续向波动区间下限 MLF 利率回归。周四，央行天量续做 MLF 的边际效应递减，叠加目前适逢税期，市场融出积极性略有降低。不过整体看，流动性问题依然不大，平稳度过税期及跨年无忧。
- **利率债：对于债市而言，整体政策环境可能仍以压制为主，目前仍需防范“紧货币”进一步推进的风险，可以期待的是总体基调偏稳的情况下，货币政策收紧的幅度不会太大。**从中央经济工作会议对明年的宏观政策定调来看，对于明年的宏观政策，要求“保持连续性、稳定性、可持续性”，“保持对经济恢复的必要支持力度”，“不急转弯，把握好政策时度效”。不急转弯说明转向明确，只是不能急转弯，政策在应对疫情中逐步退出超宽松刺激，在这个基础上考虑连续性和稳定性，保持必要支持力度，考虑时度效的问题。不松是明确的，但是政策的退出也将是缓慢的，有序的，保证对实体经济必要的支持。

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：权益市场震荡上行，受违约担忧影响可转债表现不及权益，建议关注顺周期、可选消费、细分科技龙头、“十四五”相关品种。**本周权益市场震荡上行，可转债市场表现不及权益市场，主要系违约担忧致使部分转债大幅下跌、跌幅超过正股。近期部分存量转债的发行人或母公司接连出现信用负面事件，引发市场对转债信用风险的担忧，转债价格受到严重冲击，低平价品种的估值中枢出现了明显的整体压缩。权益市场近期风格趋于均衡、短期或将继续区间震荡，转债建议重视聚焦个券，关注顺周期、可选消费、细分科技龙头、“十四五”相关品种。
- **权益市场：继续看好 A 股中长期趋势，关注广义顺周期板块和可选消费。**本周市场缩量震荡，上证综指反弹 1.43%，量能小幅萎缩，整体呈休整走势。展望后市，国内经济持续向好，中央工作会议要求确保十四五开好局，一季度流动性环境有望整体宽松，海外虽有新冠疫情干扰，但美联储延续宽松政策，美国总统拜登正式上台，中美经贸关系恶化风险下降，等因素使得 A 股阶段性偏向乐观，近期震荡有望为明年春季行情蓄势。我们看好 A 股市场中长期走势，投资者应超脱短期震荡看到中期布局机会。板块配置方面，建议继续关注广义顺周期：低估值上游、大金融（证券、保险）；以酒店、电影、旅游、免税等为代表的可选消费；中期同时关注核心高成长股和优势资源股。

- **黄金：受疫苗接种、美联储维持宽松政策等消息刺激，金价继续上涨。**黄金连续第三周收高，现货黄金一度逼近 1900 美元关口，盘中一度创下 11 月中以来高位。越来越多的国家批准接种新冠疫苗，且美联储维持现行宽松政策不变，刺激金价上涨，但美国国会无法在最后期限之前就刺激方案达成协议，则限制了金价涨幅。预计美新一轮财政刺激方案谈判将在近期达成，金价短期内或涨破 1900 美元，但不确定消除下金价中期仍有下行可能。

- **原油：受益于亚洲国家强劲需求、美油库存下滑以及美元贬值，油价连续上涨，不过欧美病例激增也给油价带来一定压力。**油价连续超预期上涨的主因是疫情后随着经济复苏亚洲特别是中国炼油厂对原有的需求猛增，美国原油库存下降幅度超出市场预期，以及本周美元仍继续贬值，表现不佳，加上近期国际大宗商品价格出现历史性暴涨，提升了投资者的偏好情绪。短期内，中国等主要经济体经济持续复苏以及疫苗利好消息将继续支撑油价上涨，但欧美疫情恶化将限制油价涨幅。

- **黑色产业链：需求回暖、供给短缺等整体格局下，加上国际大宗商品价格出现普涨行情，黑色系价格继续上涨。**供给边际减少，同时需求保持韧性，加上铁矿石、动力煤等生产原材料价格高企，推动螺纹钢价格连续上涨，近期价格仍有一定支撑，或将以高位震荡为主。去产能政策和库存再次去化同时发力，使得焦炭期价上涨，未来需求持续性和去产能政策落地力度，将决定焦炭价格的上涨高度。限产和进口政策双管齐下，导致焦煤供给持续紧张，短期焦煤市场或维持相对偏强状态。

- **人民币汇率：美元持续走弱，美元指数跌破 90 关口，人民币汇率升值行情难以逆转。**美国刺激方案的预期依然向好，美元指数创下 2018 年 4 月以来新低。美联储 12 月会议明确维持基准利率和 QE 购买量不变，但在前瞻指引上有所放松。本周二（12 月 15 日），央行开展 9500 亿元中期借贷便利（MLF）操作，单日 MLF 操作量创历史新高。央行超量投放货币，促使资金价格回落，对汇率亦产生向下牵引力，长期来看，经济、货币政策等因素决定美元仍将处于贬值周期，而我国经济的相对优势、出口的产能替代效应和货币调控正常化进程都决定了人民币汇率升值的基本面在较长时间内不会发生扭转。

风险提示：货币政策超预期收紧 年末资金面波动加大

目录

一、 本周重点经济数据分析 4
1.1 中央经济会议 4
1.2 11 月经济数据 5
1.3 每周要闻 8
二、 固定收益市场分析 9
2.1 资金面分析 9
2.2 利率债走势分析 10
2.3 存单与信用债分析 12
2.4 可转债分析 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 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 中央经济会议聚焦制约经济发展的瓶颈问题，提出政策需要“保持对经济恢复的必要支持力度”，“不急转弯，把握好政策时度效”。并再提“需求侧改革”“强化反垄断和防止资本无序扩张”

业界普遍关注的中央经济工作会议于 12 月 16-18 日召开，重在分析当前经济形势，同时部署 2021 年经济工作。年初突然爆发的新冠疫情，对中国经济产生严重冲击，影响程度不亚于 08 年全球金融危机，但在政府积极实施财政政策和货币政策的双面支撑下，中国经济已呈“V 型”反弹并持续向好。在这个特殊的背景下，对于政府怎么看待当前的经济状况、之前的政策如何退出等问题，我们对公开发布的新闻通稿进行了梳理分析，认为此次经济工作会议主要有以下要点：

（1）认清当前的经济形势

经济工作会议肯定了“中国成为全球唯一实现正增长的主要经济体”，但也提醒“疫情变化和外部环境存在诸多不确定性”，“经济恢复基础尚不牢固”。欧美疫情继续恶化下，疫情冲击导致的各类衍生风险仍不容忽视，2021 年世界经济形势仍然复杂严峻，因此会议提出要坚持底线思维，提高风险预见预判能力，严密防范各种风险挑战，努力保持经济运行在合理区间。在低基数的作用下，明年中国经济大概率会出现恢复性增长，预计全年增速在 8%-10%之间。

（2）实施积极的财政政策和稳健的货币政策

经济工作会议提出，宏观政策要“保持连续性、稳定性、可持续性”，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。与 7 月底政治局会议要求的“财政政策要更加积极有为、注重实效”不同，明年财政政策偏重于提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作。因此，预计明年财政政策的扩张力度将小于今年，赤字率或将回归 3%左右，并不再发行特别国债。货币政策上，经济工作会议要求要灵活精准、合理适度，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，处理好恢复经济和防范风险关系，这与此前传递的政策信号基本一致。由于此轮货币扩张幅度小于历次经济下行期，预计明年货币政策退出过程将是缓慢的，信贷增速下行空间有限。

（3）从“供给侧改革”到“需求侧改革”

在前一周中央政治局会议首提需求侧改革后，此次经济工作会议再提“注重需求侧改革”，预计明年扩大居民收入和消费将是一个重点。此次经济工作会议认为，扩大消费最根本的是促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体，扎实推进共同富裕，并要求财政政策在调节收入分配上主动作为，因此 2021 年收入分配改革或将成为政策着力点。

（4）突出强调科技创新地位，并强化反垄断和金融创新监管

“科技”和“创新”两词频繁出现，预计“十四五”期间，国家和市场对科技研发的投入将显著提升，新一代信息技术、半导体、新能源、医药医疗等领域将成为主攻方向。同时，上周政治局会议首次提出“强化反垄断和防止资本无序扩张”后，经济工作会议重申这一要求，“要完善平台企业垄断认定、数据收集使用管理、消费者权益保护等方面的法律规范”“金融创新必须在审慎监管的前提下进行”，将成为 2021 年重点工作任务之一。

（5）坚持“房住不炒”

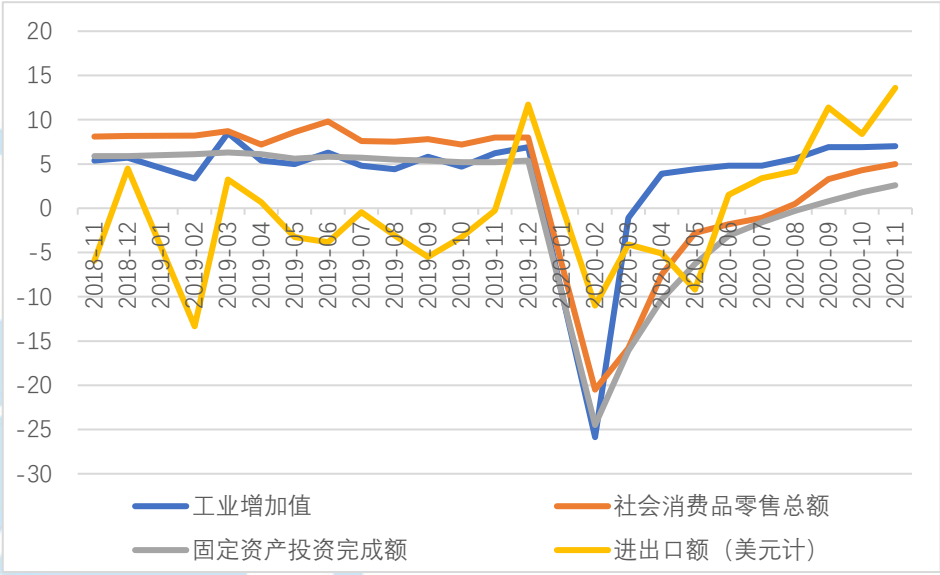
房地产方面，经济工作会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，同时还首次提及大城市租赁住房问题，提出“高度重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策，逐步使租购住房在享受

公共服务上具有同等权利，规范发展长租房市场”，这或许与近期蛋壳等长租公寓暴雷有关，旨在增加租赁住房供给，保障租户权益，解决好大城市住房突出问题。

1.2 海内外需求修复下，11 月部分经济数据超市场预期，内生增长动力强化

11 月经济数据总体继续向好，部分数据表现超出市场预期，尤其是制造业投资和出口增速，经济内生增长动力继续加强。国家统计局 12 月 15 日公布的宏观数据显示，供给侧，11 月全国规模以上工业增加值同比增长 7%，较 10 月加快 0.1 个百分点。需求侧，社会消费品零售总额同比增速继续回升，11 月同比增长 5%，增速比上月提高 0.7 个百分点，但表现低于市场预期；受制造业企业利润改善拉动，1-11 月固定资产投资（不含农户）同比增长 2.6%，较 1-10 月加快 0.8 个百分点。此前海关总署公布的 11 月出口数据表现十分突出，以美元计同比增速高达 21.1%，较 10 月加快 9.7 个百分点，为 2018 年 2 月以来最高，主因是北半球进入冬季，欧美等海外疫情再次恶化，使得中国防疫物资和远程办公用品出口反弹，同时海外部分订单转移至中国，圣诞节前需求也季节性反弹。

图 1：11 月出口和投资等多项指标超市场预期，经济内生增长动力加强（%）



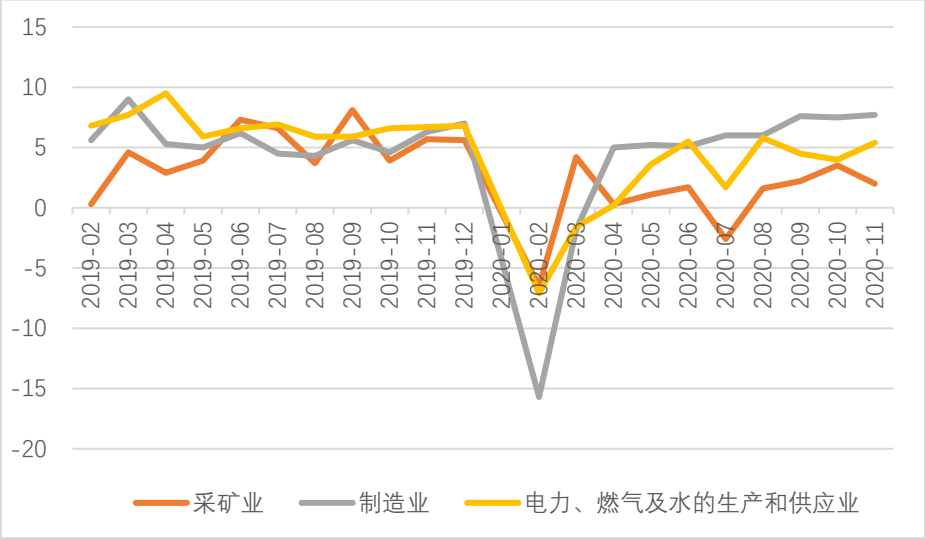
资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

（1）需求修复拉动下，工业增加值增速进一步提高

需求拉动下，供给侧生产继续改善，制造业增加值同比增速最快。在需求不断修复的拉动下，11 月全国规模以上工业增加值增速继续提高，同比实际增长 7%，高于 10 月 0.1 个百分点，为 2019 年 5 月以来最高，环比数据也显示工业增长出现边际加速，略超市场预期。从三大门类看，采矿业增加值同比增速回落 1.5 个百分点至 2.0%；制造业增速加快 0.2 个百分点至 7.7%，为 2019 年 4 月以来最高；电力、燃气及水的生产和供应业增长 5.4%，加快 1.4 个百分点。

分行业看，绝大多数行业增加值同比增长。41 个大类行业中有 34 个行业增加值保持同比增长，其中汽车制造业增加值同比增长 11.1%，较 10 月回落 3.6 个百分点，但仍维持两位数增速；计算机、通信和其他电子设备制造业增速提高 4.3 个百分点，至 9.3%。主要产品产量上，钢材、水泥产量同比分别增长 10.8%和 7.7%，较 10 月分别下降 3.4 个和 1.9 个百分点；汽车产量同比增长 8.1%，较 10 月下降 3 个百分点；全社会发电量同比增速提高 1.1 个百分点至 6.8%。

图 2：三大门类中制造业增加值同比增速最大（%）



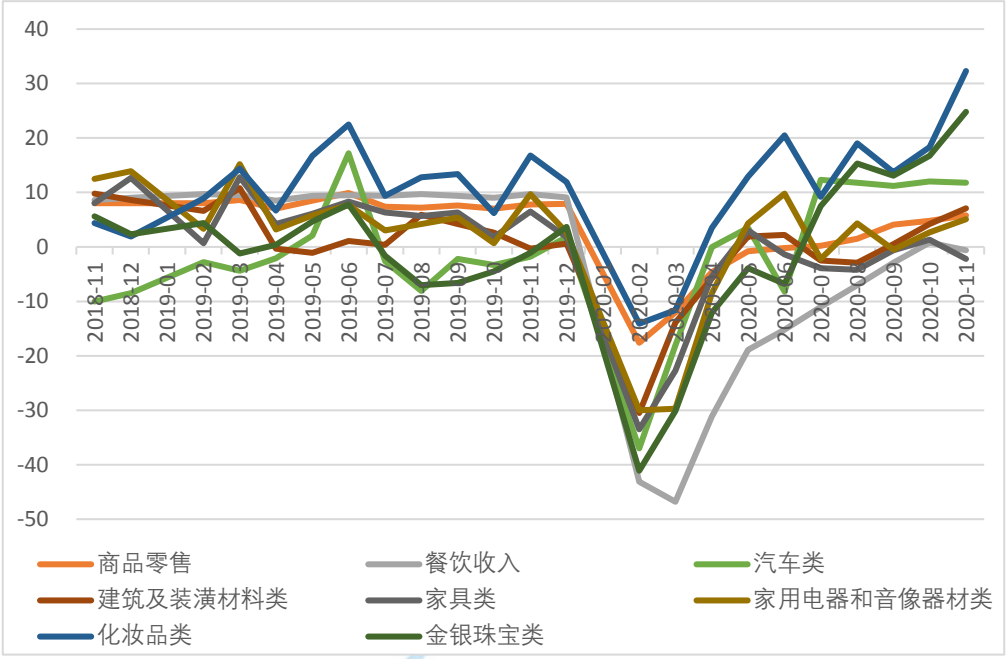
资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

（2）消费增速继续回升，升级类消费占比提高

随着疫后生活秩序逐渐恢复正常，人们消费信心不断增强，11 月消费增速继续回升，但表现低于市场预期。11 月，社会消费品零售总额同比增长 5%，增速比上月提高 0.7 个百分点，其中，商品零售同比增长 5.8%，较 10 月提高 1 个百分点；餐饮收入增速在 10 月短暂转正后再度转负，同比下降 0.6%，低于 10 月 1.4 个百分点。

受就业改善、促消费政策出台等拉动，消费持续回升的同时，升级类消费逐渐改善。主要商品消费中，汽车类消费增速仍保持高位，11 月同比增长 11.8%，较 10 月略降 0.2 个百分点，连续五个月两位数增长；较 10 月提高明显，11 月化妆品类、金银珠宝类等升级性消费增速同比分别增长 32.3%和 24.8%，较 10 月大幅提高 14 个和 8.1 个百分点；房地产消费中，家用电器和音像器材类、建筑及装潢材料类消费同比分别增长 5.1%和 7.1%，较 10 月提高 2.4 个和 2.9 个百分点，但家具类消费同比下降 2.2%。

图 3：消费同比增速整体提升，升级类消费增速加快（%）

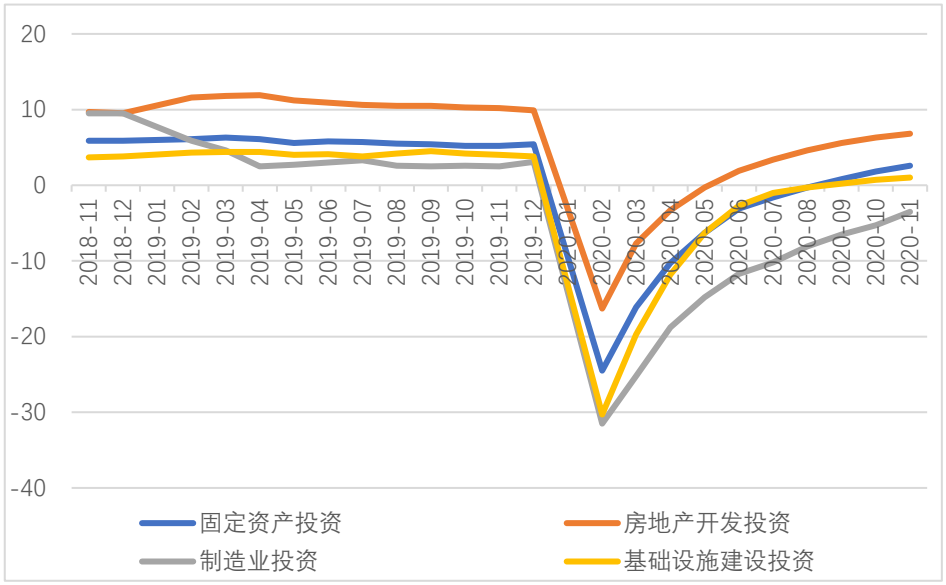


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

（3）投资累计增速继续加快，制造业投资改善明显

在制造业企业利润不断改善以及财政支出加快的背景下，投资同比增长继续加快，制造业投资改善幅度最大。1-11 月，固定资产投资（不含农户）累计同比增速 2.6%，较 1-10 月加快 0.8 个百分点，表现基本符合市场预期。三大投资上，基建投资(不含电力)累计同比增长 1%，较 1-10 月提升 0.3 个百分点，连续三个月为正，主因是财政政策不断发力下基建项目建设进度加快；制造业投资同比下降 3.5%，降幅较 1-10 月收窄 1.8 个百分点，表明制造业投资尽管仍然偏弱，但受益于海内外需求强劲复苏，其改善程度要好于其他两个行业；房地产投资继续保持较快增速，同比增长 6.8%，较 1-10 月加快 0.5 个百分点。从房地产相关先行指标看，短期内房地产投资或保持较好势头，1-11 月商品房新开工面积同比下降 2%，降幅收窄 0.6 个百分点；商品房销售面积和销售额分别增长 1.3%和 7.2%，增速提升 1.3 个和 1.4 个百分点。不过 8 月下旬以来房地产融资政策收紧，继续限制开发商拿地行为，土地购置面积同比下降 5.2%，较 1-10 月扩大 1.9 个百分点。

图 4：三大投资中制造业投资改善幅度最大（%）

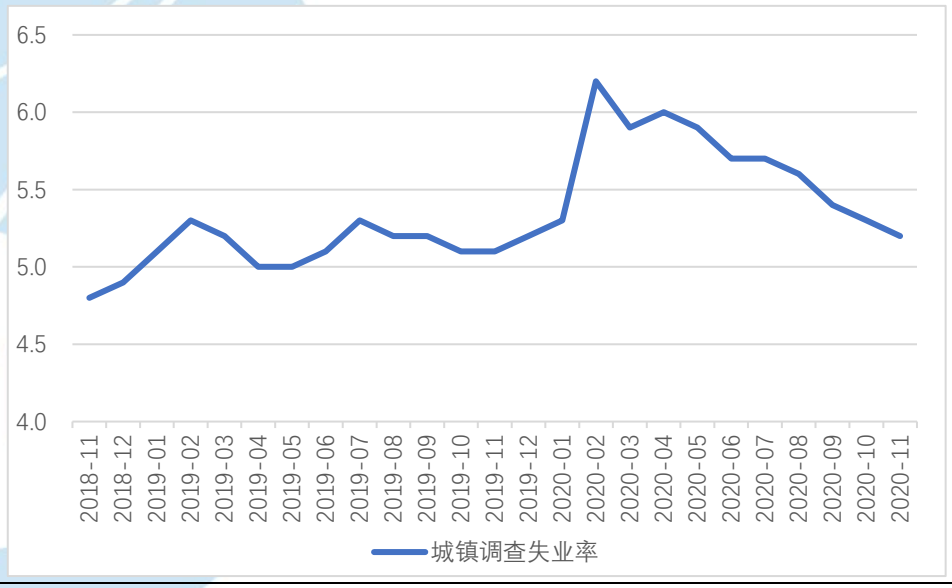


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

（4）随着经济持续向好，就业市场继续改善

受经济整体持续向好特别是生产端不断改善的影响，就业市场状况继续转好，就业率连续下降。11 月全国城镇调查失业率连续第四个月下降，为 5.2%，较 10 月再次下降 0.1 个百分点，高出上年同期 0.1 个百分点，其中劳动力主体 25-59 岁人口调查失业率为 4.7%，下降 0.1 个百分点，31 个大城市城镇调查失业率也下降 0.1 个百分点至 5.2%。

图 5：就业市场继续改善，11 月失业率为 5.2%（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.3 每周要闻

1、中央经济工作会议在京举行

中央经济工作会议 12 月 16 日至 18 日在北京举行。习近平在会上发表重要讲话，总结 2020 年经济工作，分析当前经济形势，部署 2021 年经济工作。李克强在讲话中对明年经济工作作出具体部署，并作了总结讲话。明年是建党百年、后疫时代，也是美国新政治周期开启之年，要用好宝贵时间窗口，推进改革

创新，构建新发展格局要迈好第一步、“十四五”要开好局。世界经济形势仍然复杂严峻，会议要求推动经济持续恢复和高质量发展，努力保持经济运行在合理区间，政策要保持对经济恢复的必要支持力度，处理好恢复经济和防范风险关系，财政和货币政策“不急转弯”，更加强调供给与需求动态平衡，科技、安全、绿色、开放、反垄断是关键点。

2、财政部原部长楼继伟发表重磅讲话，直指债券市场问题

12 月 20 日上午，在中国财富管理 50 人论坛举办的“深圳先行示范区首届金融峰会”上，全国政协外事委员会主任、财政部原部长楼继伟发表重磅讲话。楼继伟称，非常时期的财政货币政策正在考虑有序退出；直指债券市场的问题很多，认为银行间市场应回归同业拆借市场的本位，信用债应当全部退出，要加快促进解决债券市场的问题，不然会是下一个风险集中的爆发点。同时他指出，要防止数据金融平台大而不能倒，在效率和风险之间做出平衡，防止赢者通吃、大而不能倒，留下系统性风险隐患等。

3、鸿达集团超短融违约和广汇集团评级下调引发转债市场连锁反应

12 月 14 日鸿达兴业集团超短融“20 鸿达 SCP001”未按时付息，引发鸿达转债信用担忧，鸿达正股跌停、鸿达转债下跌一度达 23%并触及下跌熔断，转债到期收益率达到 8.8%；此外，市场担忧蔓延至其他转债，广汇（集团评级调降）、天创转债分别下跌 7.3%和 3.66%，转债市场整体遭遇估值下杀。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：央行公开市场净投放 5600 亿元，本周资金面均衡偏宽松，预计下周银行间流动性将呈现均衡偏紧态势

1）央行的公开市场操作：央行公开市场净投放 5600 亿元

本周央行共进行 600 亿元逆回购和 9500 亿元 MLF 操作，同期有 1500 亿元央行逆回购和 3000 亿元 MLF 到期，因此公开市场操作实现净投放 5600 亿元。下周（12 月 19 日至 12 月 25 日）央行公开市场有 600 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 200 亿元、100 亿元、100 亿元、100 亿元、100 亿元；此外下周五（12 月 25 日）还有 500 亿元国库现金定存到期。

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	-500	-600	-200	-100	-100
7 天	200	100	100	100	100
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）365D	0	9500	0	0	0
MLF（回笼）366D	0	0	-3000	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	-300	9000	-3100	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：本周资金面均衡偏宽松。本周二（12 月 15 日）MLF 超额续作在预期之内，但量超预期，主要为了缓解银行年底阶段负债端压力、支持专项债和再融资债券发行、呵护流动性环境等。在资金面“不缺不溢”的要求下，跨年资金预计相对平稳。而存单最受益于本次 MLF 操作，预计存单利率继续向波动区间下限 MLF 利率回归。周四，央行天量续做 MLF 的边际效应递减，叠加目前适逢税期，市场融出积极性略有降低。不过整体看，流动性问题依然不大，平稳度过税期及跨年无忧。

表 2：本周货币市场利率（%）

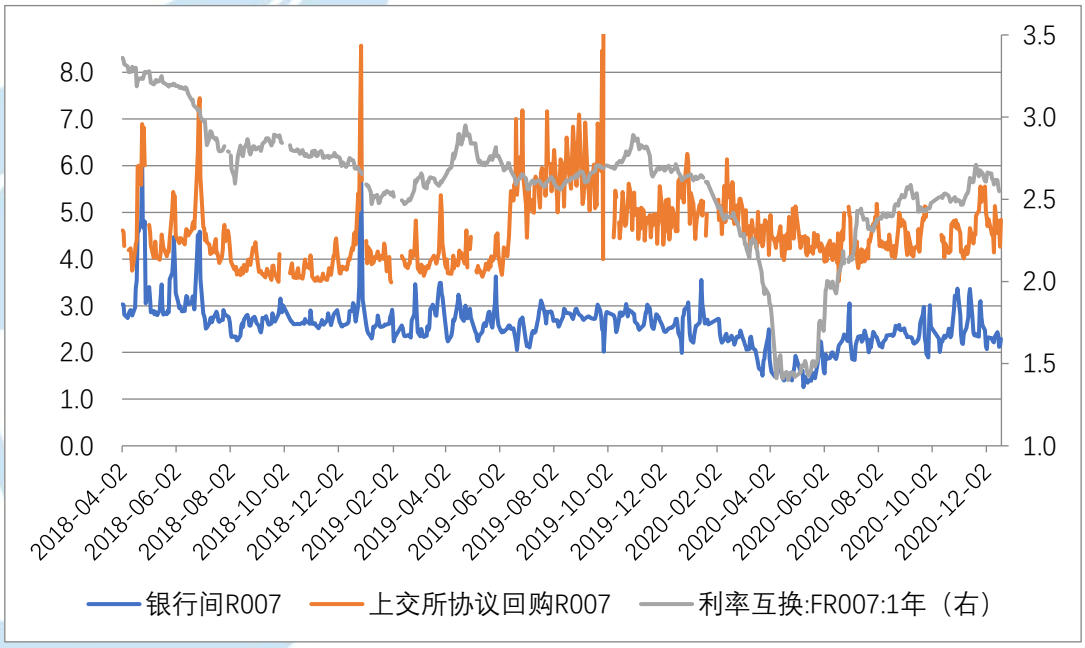
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	1.7574	1.4353	1.0374	1.4324	1.7833
	R007	2.4319	2.3511	2.1206	2.1384	2.2906
	R014	2.6833	2.7424	2.6830	2.1461	3.0529
	R021	3.1188	3.0518	3.0384	3.0394	3.1676
	R1M	3.2672	3.3151	3.2538	3.2025	3.2759
上交所协议回购	206001	5.5620	5.3100	5.7770	5.7880	5.7881
	206007	4.5570	4.6190	4.8210	4.2640	4.8430
	206014	5.7420	5.4390	5.4540	5.5580	4.8000
	206021	5.6070	6.1130	5.4510	5.8770	5.9300
	206030	5. 3140	5. 6520	5. 5420	6. 6140	5. 1730
利率互换定盘：1Y	FR007	2. 6587	2. 6249	2. 6179	2. 6640	2. 6684

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：预计下周银行间流动性将呈现均衡偏紧态势

预计下周资金面将呈现均衡偏紧态势。年底适逢税期走款因素扰动，14d 即可跨年，资金价格上涨属于正常现象，需要关注央行后面投放力度。

图 6：本周资金面均衡偏宽松（%）



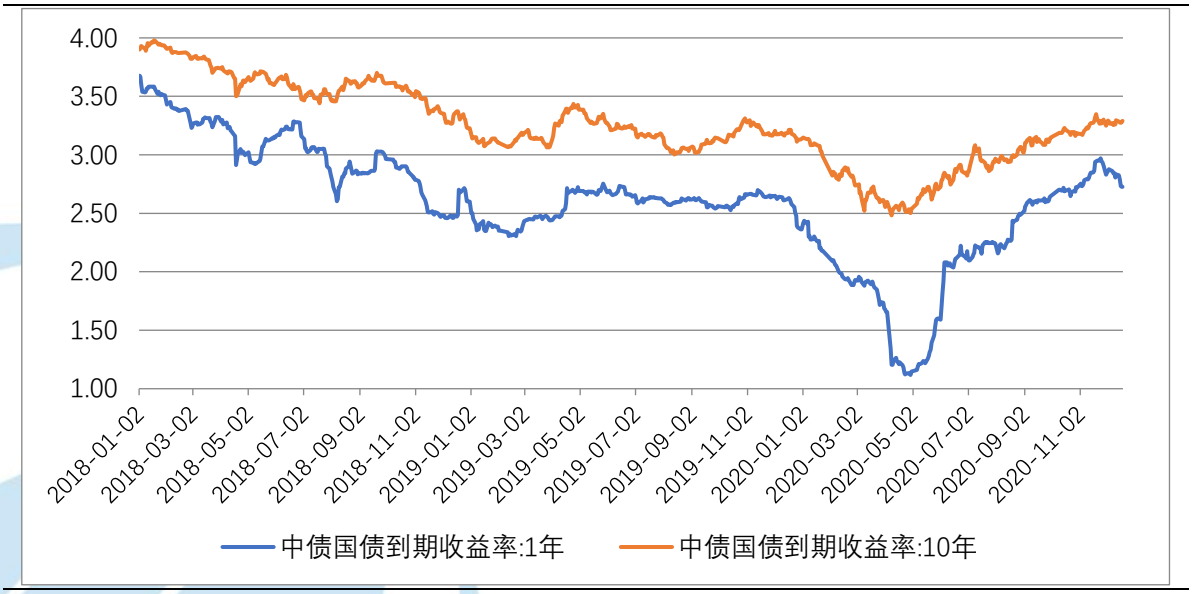
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析：大额投放提振债市情绪，货币政策仍会延续略偏紧状态，债市仍需谨慎

1）利率债走势复盘：央行超额续作 MLF，超出市场预期，长债收益率震荡下行

周一债券市场消息面平静，市场博弈次日的 MLF 会超量续作，长端利率震荡下行，当天 200215 下行 2bp。周二央行投放 9500 亿 MLF，虽然市场对于央行超量续作早有期待，但是如此大额依旧超出此前市场预期，隔夜加权利率下降至 1.34%，午盘公布了 11 月的消费、工业及固定资产投资等数据，数据显示经济仍处于回暖态势中，长端债券收益率延续下行，当天 200215 下行 1.5bp。周三，央行全口径回笼 3100 亿，资金面极度宽松，隔夜加权利率再度跌到 1%，存单利率大幅下行，债市情绪维持向好，当天 200215 下行 0.5bp。周四，公开市场净操作为 0，资金面小幅收敛，叠加 A 股表现强势，债市情绪转弱，当天 200215 上行 0.25bp。周五尽管 50 年国债招标需求旺盛，但煤炭、铁矿石等商品价格暴涨以及多地出现限电措施指向基本面的强势，债市在多空交织下震荡下行，当天 200215 下行 0.5bp。本周十年国债活跃券 200016 累计下行 1.25bp，十年国开活跃券 200215 累计下行 4.25bp。

图 7：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：央行大额投放并不代表货币政策转向，明年宏观政策不急转弯但仍会收紧，债市仍需谨慎

近期央行大额投放主要目的在于保证年底资金面不出现大幅波动，安抚此前信用风险对债券市场的冲击，不宜解读为货币政策转松。本周央行央行开展 9500 亿 1 年期 MLF 操作，净投放 3500 亿，为连续第 5 个月净投放。本次 MLF 操作是年内单次金额最大的一笔（其次是 11 月 16 日的 8000 亿）。这是近期央行在 MLF 操作上又一次展示了对资金面的呵护。历年 12 月，央行都会通过 MLF 进行大额投放，15-19 年 12 月 MLF 月均净投放 1833 亿。今年 12 月截至目前，MLF 已净投放 3500 亿。超额续作的背后，一方面是年末流动性结构性短缺背景下，缓解银行中长期负债压力的应对之举，并平抑跨年资金波动；另一方面是近期信用风险集中爆发的情况下，央行通过流动性扩张的对冲之策。因此，对于央行的大额投放，不必抱有过多的期待。

对于债市而言，整体政策环境可能仍以压制为主，目前仍需防范“紧货币”进一步推进的风险，可以期待的是总体基调偏稳的情况下，货币政策收紧的幅度不会太大。从中央经济工作会议对明年的宏观政策定调来看，对于明年的宏观政策，要求“保持连续性、稳定性、可持续性”，“保持对经济恢复的必要支持力度”，“不急转弯，把握好政策时度效”。不急转弯说明转向明确，只是不能急转弯，政策在应对疫

情中逐步退出超宽松刺激，在这个基础上考虑连续性和稳定性，保持必要支持力度，考虑时度效的问题。不松是明确的，但是政策的退出也将是缓慢的，有序的，保证对实体经济必要的支持。

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：一级存单发行利率均下跌，信用债发行量较上周下降

本周同业存单发行量较上周下降，本周存单发行量约 3,321.70 亿元，较上周发行量下降 59.91%。本周存单到期量为 5,936.30 亿元，较上周到期量上行 11.31%。

各期限存单收益率均下跌，1M 存单收益率较上周下降 18.18bp，3M 期存单收益率较上周下跌 23.59bp，6M 期存单收益率较上周下降 14.29bp，9M 期存单收益率较上周下降 20.60bp。

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 2,968.92 亿元，较上周环比下降 33.90%。

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 10.37bp、下降 4.49bp、上升 0.18bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别下降 11.38bp、下降 2.49bp、上升 2.18bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别下降 6.38bp、下降 2.49bp、上升 2.16bp。

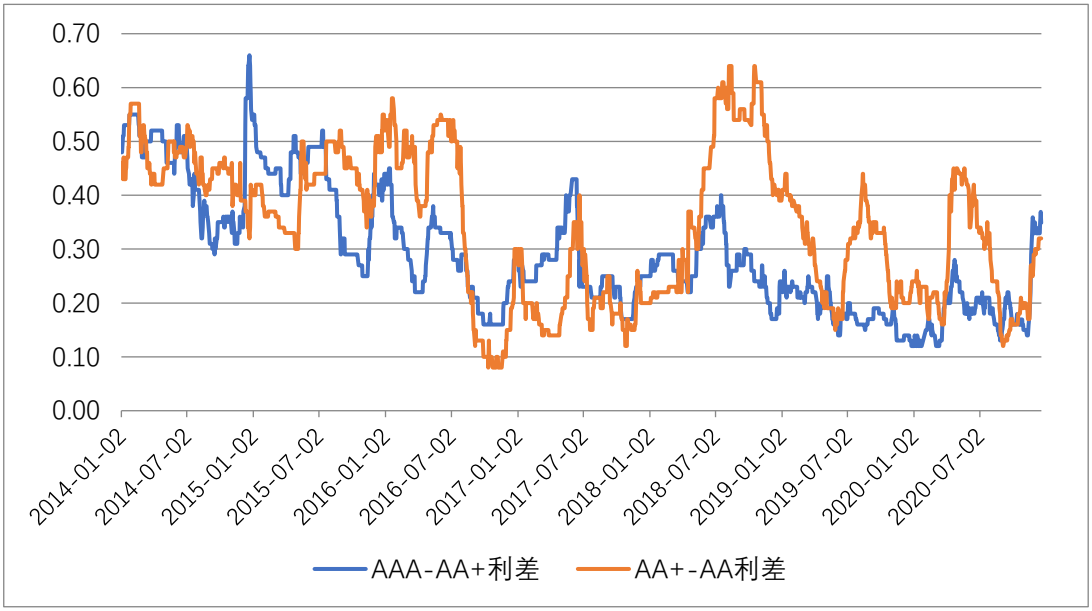
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	3.290	37.60%	-10.37
信用债(AAA):3 年	3.7428	35.00%	-4.49
信用债(AAA):5 年	3.938	30.60%	0.18
信用债(AA+):1 年	3.570	38.80%	-11.38
信用债(AA+):3 年	4.092	38.80%	-2.49
信用债(AA+):5 年	4.298	34.50%	2.18
信用债(AA):1 年	3.940	39.60%	-6.38
信用债(AA):3 年	4.412	38.60%	-2.49
信用债(AA):5 年	4.678	31.20%	2.16

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，中高评级信用利差走阔，AAA 与 AA+信用利差较前周走阔 2bp 至 35bp，AA+和 AA 之间的利差较前周无变化。

图 8：中高评级信用利差走阔（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

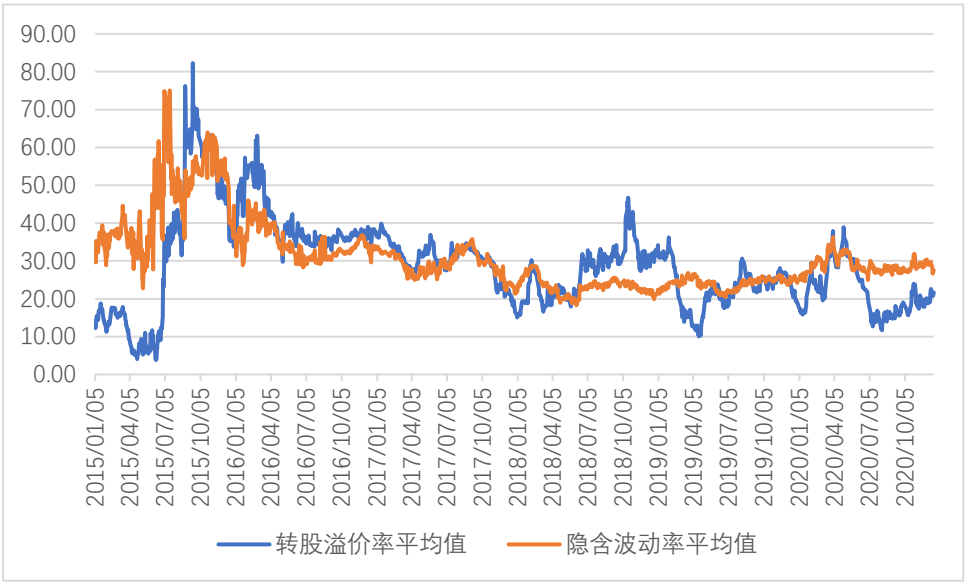
2.4 可转债分析：权益市场震荡上行，受违约担忧影响可转债表现不及权益，建议关注顺周期、可选消费、细分科技龙头、“十四五”相关品种

1）可转债的走势复盘：权益市场震荡上行，受违约担忧影响可转债市场表现不及权益市场

本周权益市场震荡上行，上证指数本周收于 3394.90 上涨 1.43%，深证成指本周上涨 2.21%，创业板指本周上涨 3.46%，中小板指本周上涨 1.72%。可转债市场表现不及权益市场，主要系违约担忧致使部分转债大幅下跌、跌幅超过正股，本周上证转债上涨 0.19%至 324.44，深证转债下跌 0.06%至 258.89，中证转债上涨 0.16%至 363.32，其中，永兴转债、英科转债、盛屯转债、恩捷转债、中矿转债等领涨，永兴材料新能源布局方面倍受关注，迎来多家机构调研，正股上涨带动转债涨幅居首；鸿达转债、广汇转债、花王转债、东时转债、凯龙转债等领跌，鸿达转债受控股公司债务违约影响下跌居首，广汇转债受控股公司主体评级调低影响也跟随下跌，花王转债受控股股东债务影响，跌幅上榜。一级方面，本周大秦转债、明电转债、威唐转债、旺能转债、健 20 转债、新乳转债六只转债发行，汉得转债、飞凯转债、洪城转债三只转债上市。

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及隐含波动率震荡下跌，转债市场表现受违约担忧影响较深，估值有所回落。进入 2020 年 12 月以来，部分存量转债的发行人或母公司接连出现信用负面事件，引发市场对转债信用风险的担忧。长期以来，可转债均被市场认为是一种自身信用风险抵御能力极强的品种。然而，若转债发行公司或集团母公司其他债务出现信用风险暴露时，转债价格同样会受到严重冲击。若市场发现转债其实是可以面临实际违约风险的，那么个券信用风险事件引发的担忧，可能会对低价配置策略涉及的所有标的产生风险溢出效应。随着个券风险外溢，低平价品种的估值中枢出现了明显的整体压缩。除了个券层面的信用冲击外，沪深交易所最新发布的退市新规，可能也加剧了低价券下跌的幅度。在退市新规下，部分弱资质转债的退市风险被明显放大，而此类品种的绝对价格往往也处于较低区间，导致了资质较弱的低价品种在价格下行过程中幅度加剧。在本轮低价券的调整中，有两点值得关注的重要启示：第一，转债的信用冲击可能并非来自转债产品本身；第二，个券的信用风险暴露也成为了后期转债市场估值压缩的可能途径之一。

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：权益市场近期风格趋于均衡、短期或将继续区间震荡，转债建议重视聚焦个券，关注顺周期、可选消费、细分科技龙头、“十四五”相关品种

近期股市风格趋于均衡，本质不是大逻辑的改变，而是源自投资者年底配置行为、市场内生性调整。当下盈利预期、政策支持、流动性驱动、情绪等尚未形成更强的共振，指数短期或将继续区间震荡。但明年一季度经济复苏+温和通胀的宏观组合，政策操作“不急转弯”，因此股指修整蓄势后向上突破概率更大。顺周期行情还没有完全退潮，但大概率已经进入“下半场”，因此后续布局应有所调整。短期看，大宗商品量价的季节效应是明年一季度的较好指引；长期看，赛道、资金、业绩是寻找周期品大牛股的三个核心因素；但另一方面，部分纯粹涨价行情大概率难以持续，而假借“顺周期”之名炒作的低估值资产更需投资者提防。

转债方面，股指区间震荡、偏高估值和供给压力三大制约待解。不过基于股市中期判断以及转债供给增加，建议在更加重视转债估值的前提下继续聚焦个券，顺周期品种打底，布局强势题材、十四五受益板块。操作方面，继续在择券上做“加减乘”法，提前埋伏“低估值+业绩预期触底”板块、规避“高估值+业绩预期见顶”板块、基本面的表现和持续性决定个券/板块的持有时间。建议关注以下方向：（1）继续持有顺周期+强势题材品种；2）逢低埋伏中期风格占优或可能切换的品种，如可选消费、细分科技龙头；（3）战略布局长期主线明确，主要是十四五相关品种。

三、 主要资产价格分析

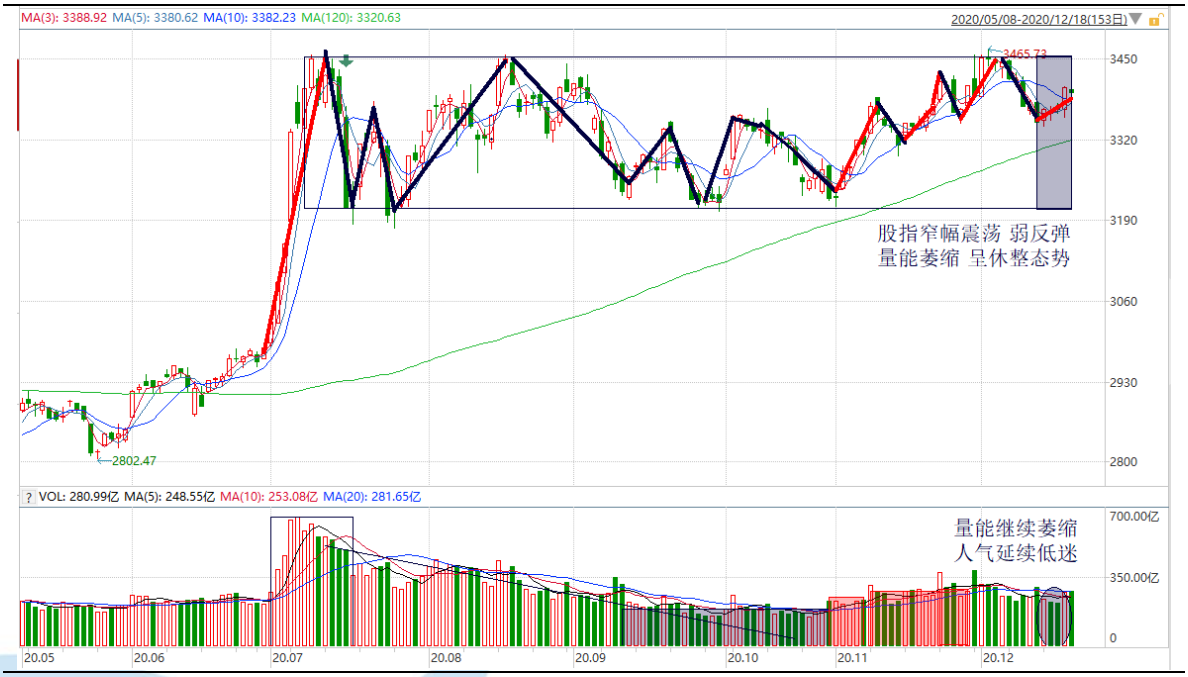
3.1 权益市场分析：继续看好 A 股中期趋势，关注广义顺周期板块和可选消费

1） 权益市场走势复盘——上证综指窄幅震荡 短期呈休整态势

本周市场缩量震荡，总体呈休整走势。上证综指收于 3394 点，全周反弹 1.43%；同期深圳成指和创业板指分别反弹 2.21%和 3.46%；两市合计成交 3.68 万亿元，环比继续小幅萎缩。

盘面上，市场波动较前期明显收窄，周内上证综指最大波动幅度未超过 100 点；板块方面，大多数板块延续弱势运行，金融、地产、科技等均弱势震荡；仅少数板块，如有色资源、煤炭、医药及白酒饮料等少数板块表现较强。个股表现上，周内五个交易日累计上涨的个股 1809 家，累计下跌的个股 2214 家，依旧多数个股下跌。市场呈现为“总体休整+局部结构机会”的格局。

图 10：上证综指窄幅震荡 量能萎缩 短期呈休整态势



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，美股三大指数均上升，道指本周上涨 0.44%，报 30179.0500 点，纳指本周上升 3.05%，报 12755.6400 点，标普 500 指数本周上升 1.25%，报 3709.4100 点。

周四，美国新一轮刺激计划前景继续提振市场，美国股市收涨，三大指数均创收盘历史新高。本轮衰退中美股暴涨的逻辑是市场上资金量的增加和对于未来的恢复的信心，其中资金面是本轮美股暴涨的重要原因。今年疫情爆发以来，美国居民尽管薪酬收入同比出现下降，但财政补贴和失业救济的大幅增加，仍然使居民总收入同比大幅提升，居民可支配收入增幅超过疫情前水平。

图 11：美股三大股指上升



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——继续看好 A 股中期趋势 关注广义顺周期板块和可选消费

展望后市，短期看年底市场或延续震荡格局不变；中期看，国内经济持续向好，中央工作会议要求确保十四五开好局，一季度流动性环境有望整体宽松，海外虽有新冠疫情干扰，但美联储延续宽松政策，美国总统拜登正式上台，中美经贸关系恶化风险下降，等因素将使得 A 股阶段性偏向乐观，近期震荡有望为明年春季行情蓄势。

短期市场主要受年底因素的困扰，缺乏做多动能。一是临近年底流动性和资金面可能出现波动。从近期央行超额续作 9500 亿 MLF 释放流动性等公开操作看，央行维护年底流动性平稳的意图明显。但年底各机构资金回笼需求增加，二级市场资金面仍将受到影响。二是年底投资者心理更为谨慎，短期投资意愿下降，获利了结意愿可能增强。三是年底基金等机构收益排名博弈，可能引发基金重仓股短期非理性波动。

中期看，影响市场的主要因素较为有利。首先是国内宏观经济持续向好。据统计局，11 月工业增加值同比增长 7%，预期增长 6.8%，前值增长 6.9%；1-11 月城镇固定资产投资同比增长 2.6%，预期增长 2.6%，前值增长 1.8%；11 月社会消费品零售总额同比增长 5%，预期增长 5.6%，前值增长 4.3%。工业增加值增速持续回暖，投资、消费增速也持续走高，与此前 PMI 走势保持一致。12 月政治局会议为 2021 年的经济工作定调，要努力保持经济运行在合理区间；中央经济工作会议强调确保“十四五”开好局。在政策引导下，国内经济将维持韧性，在明年二季度前经济增速有望保持向好势头。

其次，流动性方面一季度股市资金面压力或有限。从 11 月金融数据看社会融资规模增速将见顶回落，国内货币正常化持续推进。2021 年央行大概率将保持稳健中性的货币政策基调，流动性的整体宽松程度预计将持续边际收敛。不过，中央经济工作会议定调明年政策基调，“确保十四五开好局”、“不急于拐弯”、“注重需求侧管理”等，预示着短期并不急于收紧。同时，海外仍维持高强度宽松政策、国内需保持经济增长势头，这种情况下国内货币政策短期内并不具备明显收紧条件。同时，在早放贷早受益的激励下，一季度为银行等金融机构放贷集中期。受此影响，一季度及二季度初（除春节期间外）市场流动性往往较为充裕。对股市而言，A 股春季行情情结也会吸引增量资金进入股市。综合看，A 股中期流动性环境偏正面。我们推算 PPI 高点在明年六月份左右，通胀复苏届时将带动名义利率上行，流动性环境在二季度或现较大变化。

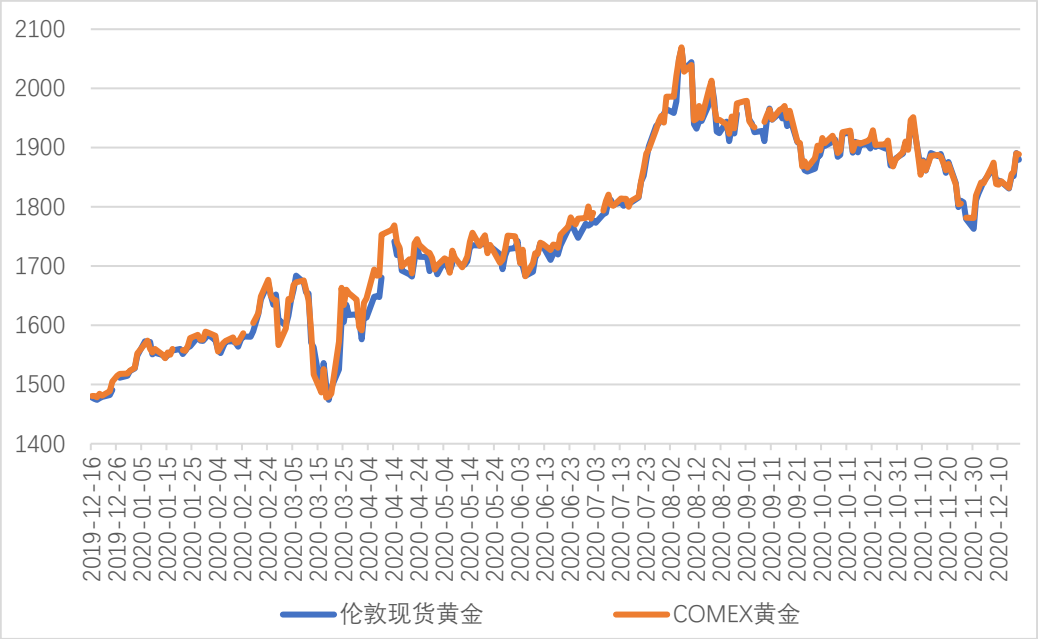
此外，海外持续大幅宽松、拜登正式担任美国总统，中美关系有望短期缓和。海外疫情仍持续发酵，截至 12 月 20 日，全球累计确诊人数高达 7667 万人，近期日均增加超过 40 万人。不过，新冠疫苗进展良好，增强了战胜疫情的信心，感染人数增长对市场的不利影响持续减弱。另一方面，因疫情而启动的超力度货币宽松却仍在持续。16 日美联储公布 12 月议息会议结果：维持基准利率在 0%-0.25%不变，并且重申将在当前困难时期动用一切工具来支持经济；继续以每个月不低于 800 亿美元购买国债。美联储放水不停，推动美股持续新高，欧日等主要资本市场也持续强势。

综上判断，短期市场大概率将维持震荡，而中期形势逐步向好。企业盈利将是股市中期核心驱动力，在经济复苏的大背景下，明年 A 股盈利向上修复趋势不变，我们看好 A 股市场中长期的走势。投资者应超脱短期震荡看到中期布局机会。板块配置方面，建议继续关注广义顺周期板块：低估值上游、大金融（证券、保险）和以酒店、电影、旅游、免税等为代表的可选消费。中期同时关注核心高成长股，具备硬核科技实力的科技龙头，如 5G/芯片/消费电子/网络信息安全；优势资源股，有色、煤炭等行业中资源丰富的核心公司。

3.2 黄金市场分析：受疫苗接种、美联储维持宽松政策等消息刺激，金价继续上涨

黄金连续第三周收高，现货黄金一度逼近 1900 美元关口，盘中创 11 月 16 日以来高位至 1896.19 美元/盎司。周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日下跌 11 美元，或-0.58%，收报于 1879.75 美元/盎司，但全周累计实现上涨 2.05%；美国 COMEX 黄金期货结算价下跌 1.5 美元，或-0.08%，收报于 1888.9 元/盎司，全周累计实现上涨 2.46%。

图 12：金价连续三周上涨（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

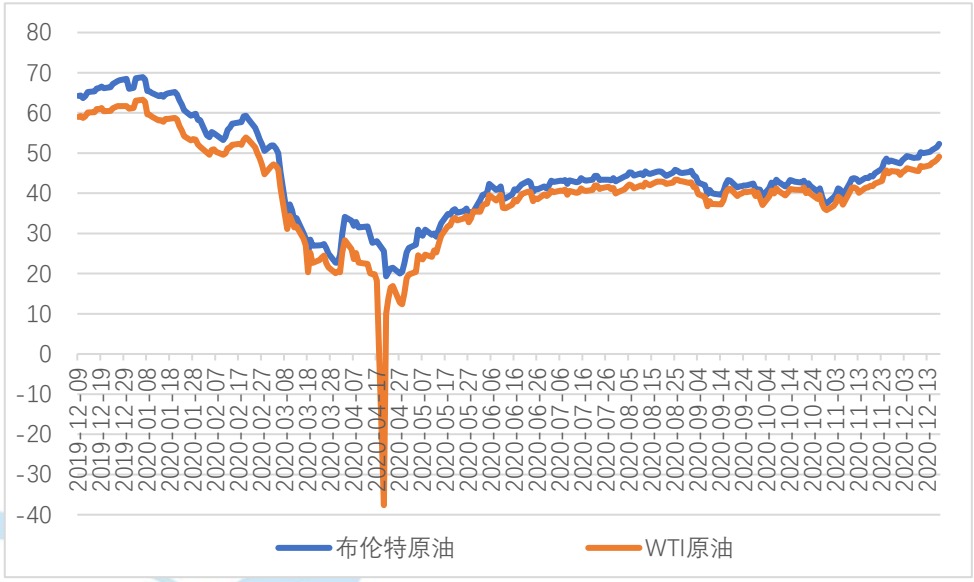
越来越多的国家批准接种新冠疫苗，且美联储维持现行宽松政策不变，刺激金价上涨，但美国国会无法在最后期限之前就刺激方案达成协议，限制了金价涨势。英国、俄罗斯、阿联酋等一些国家近期已开始接种新冠疫苗，美国从本周开始接种辉瑞疫苗，美国 FDA 还批准了 Moderna 疫苗的紧急使用授权，提振了人们对疫情开始逆转的希望。美联储本周召开的月度会议承诺将继续向金融市场注入资金，并维持当前的低利率水平直到美国经济复苏势头确立，这一利率预计到 2023 年。美联储表示在适当时候扩大购买债券和资产规模，这利好金价，但美联储没有准备调整其购债的存续期，表明美国经济复苏不能光靠货币政策提供，财政政策也必须出力。同时，随着美国疫情新增人数再创新高以及失业居高不下，国会议员面临压力在本周五最后期限前达成一项 9000 亿美元的新冠援助法案，但目前看美国国会似乎越来越没可能达成该协议，这对周五金价的涨幅产生了一定的抑制。

预计美新一轮财政刺激方案谈判将达成，短期内金价可能涨破 1900 美元，但中期金价仍有下行的可能。随着美国疫情病例不断创纪录新高，再次引发疫情造成经济损失的担忧，美两党议员表示，新冠疫情恶化意味着达不成协议已不再是个选项，而且根据过去的谈判经历，两党达成一致意见的可能性极高，只不过规模上可能与市场预期有差距，这将对金价提供有力支撑，或将刺激金价进一步上涨。不过中期，疫苗利好消息不断释放，越来越多的国家已准备施打，疫情将得到不断缓解，全球经济将进一步恢复，经济面临的各项不确定性越来越少，金价或重回下降通道，直到美元持续贬值推动金价再次上升。

3.3 原油市场分析：受益于强劲的亚洲需求、美油库存下滑以及美元贬值，油价连续上涨，不过欧美病例激增也给油价带来一定压力

周五，布伦特原油期货合约结算价较上一交易日上涨 0.76 美元，或 1.48%，收报于每桶 52.26 美元，创 3 月 4 日以来高位，全周累计涨幅 4.58%；美油期货合约结算价上涨 0.86 美元，或 1.53%，收报于每桶 40.1 美元，全周累计涨幅 5.43%。油价已连续七周上涨。

图 13：受需求拉动和美元贬值驱动，油价连续上涨（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

油价连续超预期上涨的主因是受益于强劲的中国炼厂需求、美油库存下滑以及美元贬值，不过新增病例激增给需求也带来一定压力，限制油价涨幅。据公布的数据，中国 11 月原油吞吐量同比创纪录地增长 3.2%，这提振了投资者对未来燃料需求增加的信心。美国能源信息署（EIA）周三公布，截至 12 月 11 日当周，原油库存减少 315.5 万桶至 5 亿桶，市场预估为减少 220 万桶，加上美元指数本周大跌逾 1%，在本周为油价提供了支撑。

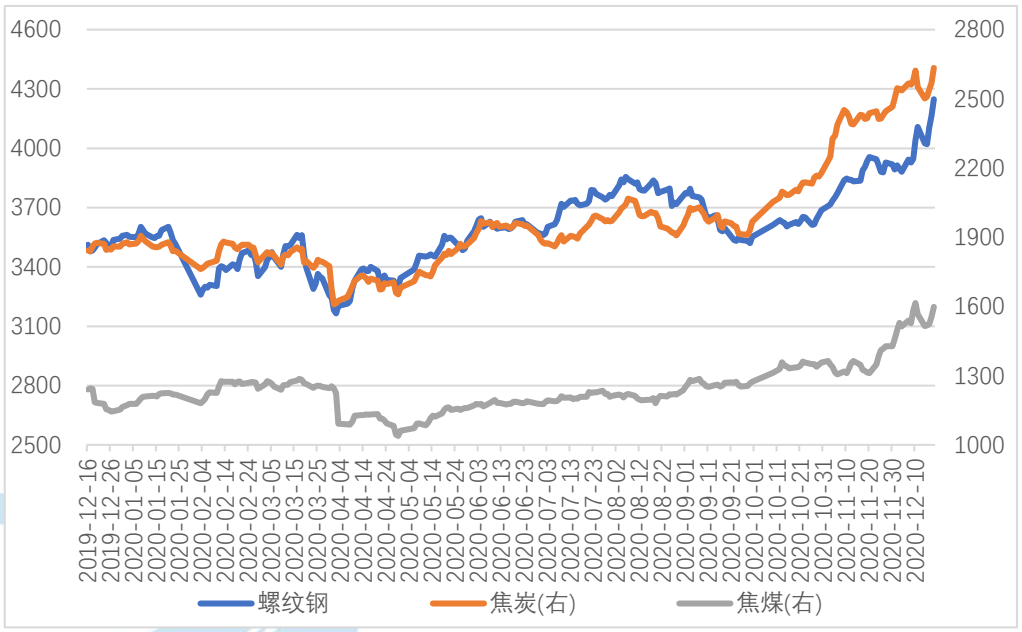
不过 EIA 称，过去一周全球炼油厂日炼油量和产能利用率总体下降，石油需求预期方面面临的短期风险主要来自美国，因为当前疫情导致汽油需求持续低迷。此外，OPEC 本周发布的月度报告将 2021 年石油需求增幅预期下调了 35 万桶/日，IEA 将今明两年需求分别下调 5 万桶/日和 17 万桶/日，原因是乘飞机旅行的人越来越少导致航空燃料的使用量较少，导致石油需求增长明显慢于预期。IEA 周二认为，即使推出疫苗抗击疫情，也不会很快逆转疫情对全球石油需求造成的破坏。

短期内，中国等主要经济体经济持续复苏以及疫苗推出消息将支撑油价上涨，但欧美疫情恶化仍限制油价涨幅。本周国家统计局公布的 11 月宏观数据表明原油消费大国中国的经济持续向好，制造业投资、消费等增速超预期增长，内生动力继续增强，这将提振对原油需求前景，加上疫苗陆续在一些国家获得批准和施打，投资者对经济复苏抱有更大希望，预计油价将继续上涨。但也应注意到，近期欧美和一些亚洲等国家疫情新增不断创新高，也给经济增长前景蒙上阴影，美联储本周宣布维持目前的低利率政策到 2023 年也印证了这一点，这将限制油价涨幅。

3.4 黑色产业链分析：需求回暖、供给短缺等整体格局下，加上国际大宗商品价格出现普涨氛围，黑色系价格继续上涨

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周同期每吨上涨 140 元，收报于 4248 元/吨，跌幅 3.41%；焦炭价格每吨上涨 83 元，收报于 2634 元/吨，涨幅 3.25%；焦煤价格每吨上涨 33 元，收报于 1599 元/吨，涨幅 2.11%。

图 14：黑色系产品价格继续上涨（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

供给边际减少，但需求保持韧性以及上游原材料价格高企，推动螺纹钢价格继续上涨。近期建材市场利润低位运行，螺纹钢产量继续回落，叠加华东部分省市限电政策影响到电炉厂供给，使得螺纹产量低于去年同期，螺纹钢本周产量 348.95 万吨，较上周下降 6.5 万吨。但需求端显露出一定韧性，表观消费于去年相比略高，带动库存快速去化，本周总库存（厂库+社库）611.91 万吨，较上周下降 28.87 万吨。加上近一段时间来国际大宗商品价格即原料端价格普遍大涨构筑成本支撑，短期螺纹钢现货价格仍有一定支撑，预计价格将以高位震荡为主。

去产能政策和库存再次去化同时发力，支撑焦炭期价上涨。10 月份以来，各地去产能政策力度超预期，接近年底山西、河南、河北仍有待关停产能，导致焦炭供给持续减少，同时下游行业需求旺盛导致钢铁厂铁水产量维持高位，需求保持旺盛，焦炭供需状态持续偏紧。本周第九轮提涨落地后，市场仍有提涨预期，整体情绪仍偏乐观，需求的持续性及去产能政策落地的力度，将决定短期内焦炭价格的上涨高度。

限产和进口政策导致供给持续紧张下，近期焦煤市场稳中偏强运行，期货价格震荡上行。年底各省加强煤矿的安全检查，国内焦煤产量受限，而进口方面，蒙古国疫情影响下口岸通关量偏低，中澳关系紧张也导致澳煤通关较为困难。在下游企业需求仍偏高和下游企业积极补库下，焦煤供需出现结构性紧张，驱动焦煤期价上行，短期内或维持相对偏强状态。

3.5 人民币兑美元汇率分析：美元持续走弱，美元指数跌破 90 关口，人民币汇率升值行情难以逆转

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.5315，较上周上涨 0.14%。即期汇率报 6.5415，较上周下降 0.01%。，美元指数报 89.92，周跌 0.94%。

美元持续走弱，美元指数跌破 90 关口。美国刺激方案的预期依然向好，美元指数创下 2018 年 4 月以来新低。美联储 12 月会议明确维持基准利率和 QE 购买量不变，但在前瞻指引上有所放松。预计 2021 年美联储仍将持续扩表 1-1.5 万亿美元，政策边际收紧最早可能出现在 2022 年初。明年全球经济“共振复苏”和政策“不退出”有望推动美元趋势走弱。如有必要，美联储将扩大购债计划并调整购债期限。将视经济情况灵活增加 QE 规模，且不排除未来采取“扭曲操作”以进一步压低长端国债利率。2021 年美元指数趋势走弱的概率较大，预计美元指数 2021 年中期下行至 88 左右。

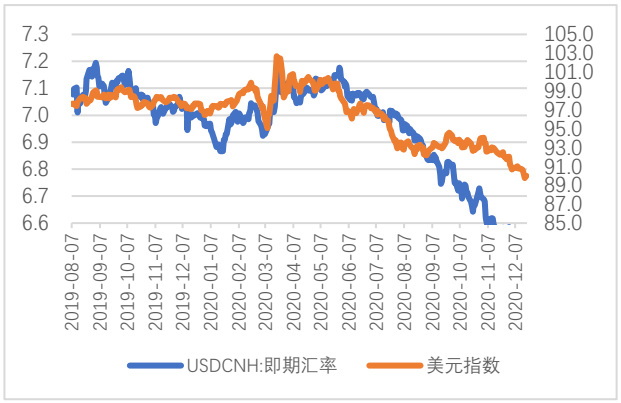
本周二（12 月 15 日），央行开展 9500 亿元中期借贷便利（MLF）操作，单日 MLF 操作量创历史新高。央行超量投放货币，促使资金价格回落，对汇率亦产生向下牵引力，11 日央行调节参数的举措虽可能会降低升值速率，但由于金融机构外币债净发行额相对于外汇市场即期成交量太小，还难以逆转人民币汇率升值行情。长期来看，经济、货币政策等因素决定美元仍将处于贬值周期，而我国经济的相对优势、出口的产能替代效应和货币调控正常化进程都决定了人民币汇率升值的基本面在较长时间内不会发生扭转。

图 15：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 16：美元指数持续走弱



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，年末资金面波动加大

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	货币政策上，未来将保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；资金利率中长期将延续下行趋势，红利型股票吸引力有望持续上升。同时，国内宏观经济持续复苏，价值型公司的盈利逐步恢复。看好价值型股票的中长期投资价值，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。三季报业绩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阶段性估值压力，中短期内存在一定的估值透支成长压力；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，建议重点关注估值合理、业绩持续超预期的持续成长公司。
	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。我们认为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。调整评级为超配，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。在经历了三季度的持续回调后，估值水平有所回落，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，部分消费股前期受到市场过度追捧，交易过度拥挤，估值水平一定程度上透支了未来成长空间；虽然近期相关公司估值已有所回落，但仍处较高水平，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	明年经济内生增长动力不足、货币条件转弱，可能是债市转机的触发因素。当前长端利率债很难出现趋势性机会，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。择券上建议兼顾正股质地和转债定价挑选有亮点和性价比的个券，以下方向值得关注：（1）受益经济复苏和盈利修复的顺周期行业；（2）关注“十四五”主题催化下的主线、有政策支撑的领域（安全领域、科技领域、绿色能源等）；（3）正股估值较低的大金融行业转债；（4）存在错杀可能的成长科技品种。
商品	黑色产业链	标配	国内疫情基本得到控制，房地产、基建项目的复工加快推进，工业品累库速度已呈放缓趋势;同时全球宽松货币政策仍大概率延续，而国内扩张基建与房地产放松等逆周期政策加码的预期很强烈，也对市场形成一定程度支撑。
	原油	低配	美国各州经济正在重启，欧洲也开始推动复工复查，经济活动缓慢恢复，美股强势上涨，VIX 波动率下降，市场对经济恢复有良好预期，需求正在缓慢恢复当中。5 月份 OPEC+基本都履行了减产义务。在供需双重作用下市场基本面有望在二季度末发生扭转。全球原油需求的复苏进度成为供需强弱的关键边际变量。油价上行不会一帆风顺，目前潜在的风险点有美国传统的夏季出行旺季并没有出现原油需求大幅上升的迹象。美国的全国性抗议活动可能扰乱美国经济复苏，影响原油需求前景，施压油价。
	黄金	低配	近期因美联储近期鸽派不及预期叠加通胀修复，美元近期将继续修复预计黄金短期内将继续调整，控制风险观望为主。

			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。