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：经济持续向好，政策态度偏强硬，信用债收益持续上行（2020.11.16–2020.11.20）

摘要

- **宏观数据：经济复苏内生动力强劲，经济持续复苏增长，四季度增长或将进一步加速。**10 月工业增加值、投资、出口同比增速超预期提升，消费增速也刷新年内高点，表明中国经济内生动力强劲，向好趋势不变，预计四季度经济增速将进一步加快。阻碍经济恢复至正常状态的不利因素依然存在，消费增速相对缓慢，基建和制造业投资累计增速回升，叠加海外疫情强烈反弹或将削弱中国出口。整体上看，中国经济复苏态势偏于明朗，现有财政和货币政策力度改变的可能性降低，或将延长至明年底。

- **资金面及央行公开市场操作：央行公开市场净投放 3500 亿元，本周资金面整体宽松，政策基调仍是中性，流动性“不缺不溢”，预计下周资金面整体均衡。**本周以来，资金面整体宽松。周一，央行大规模投放中长期流动性，8000 亿元的操作规模创下单日 MLF 操作量新高，进一步给市场注入强力稳定剂。隔夜品种和 7 天期、14 天期品种解除倒挂。综合来看，我们认为货币政策基调仍是中性，流动性“不缺不溢”。预计下周资金面整体均衡。

- **利率债：央行本周连续表态偏强硬，10 年国债收益率上行突破 3.3%。**本周央行超额续作 MLF，资金面先紧后松，但是由于信用风险仍在发酵，资金面出现分层，非银融入的跨月资金价格明显上行，债市情绪再度回落，长债收益率上行。本周，各期限国债期货价格均下降。5 年期国债期货主力合约 TF2012 价格为 99.0950，较上周下降 0.26%。10 年期国债期货主力合约 T2012 价格 97.2050，较上周下降 0.44%。2 年期国债期货主力合约 TS2012 价格为 99.7800，较上周下降 0.22%。

- **可转债：权益各市场走势出现分化，转债与对应权益市场趋势一致，建议继续关注顺周期、可选消费、“十四五”主题。**本周权益各市场走势出现分化，可转债市场行情趋势与对应权益市场基本保持一致，涨幅较大的转债多数由正股上涨带动，跌幅较大的转债多数溢价率较高，可转债市场重归价值。权益市场本周依然处于震荡区间，在内部信用因素的扰动下，各市场走势分化，但中期慢涨的逻辑继续，结构上已经清晰地呈现了当前市场的主线方向。转债投资建议以结构性机会为主，把握盈利修复和政策主线，继续关注顺周期、可选消费、“十四五”主题。

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：**本周市场震荡走高，上证综指全周上涨 2.04%；创业板指下跌 1.47%，弱于沪市。板块表现和风格分化继续加深。展望后市，数据不断印证国内宏观经济向好趋势，资本市场注册制改革强化优胜劣汰机制，奠定市场中期向好基础，A 股整体韧性有望延续；但短期而言三因素影响市场波动：一是海外新冠疫情仍在持续扩散；二是 A 股的结构性估值泡沫；三是年底市场资金面可能出现波动。受此影响，年底前市场风险偏好难明显上升，行情将延续结构分化，个股分化风险需要谨慎；机会主要在自下而上挖掘业绩向好、估值合理的优质公司。建议继续关注经济持续复苏+估值提升的绩优价值主线；行业方面，关注低估值的金融、顺周期板块，及可选消费；科技成长注意在回调中关注介入时机，规避估值泡沫明显的伪科技股。

- **黄金：疫苗乐观情绪及美国财政刺激依然无果，金价短期承压。**本周金价震荡回落，疫苗的乐观情绪，以及美国财政刺激依然无果，给金价短线走势带来沉重的压力。辉瑞、Moderna 等新冠疫苗实现突破激发市场风险偏好，短线施压金价。美国参众两院对新财政刺激方案规模的立场仍然相差甚远，刺激方案迟迟未果也对金价产生承压。短期内，金价或将延续下行趋势，但中长期，全球经济进一步放缓，全球债务问题急速攀升，叠加全球央行依然维持极度宽松的政策，将给金价上涨带来一定动力。

- **原油：受疫苗利好消息和 OPEC+预期推迟增产计划的提振，油价继续大涨。**油价已连续三周上涨，本周继续大涨主要是受疫苗利好消息的提振，OPEC 推迟明年初增产预期也给油价带来支撑，但美国财政刺激谈判无果，全球疫情依然严重，油价仍然面临一定下行风险。包括中国在内的疫苗利好消息还会不断出现，仍将对油价产生一定支撑，但二次疫情不断恶化也将限制油价涨幅，预计未来数月内（布伦特）油价将处于 40-50 美元/桶。

- **黑色产业链：下游需求保持旺盛拉动黑色系价格连续大涨。**近期发布的各项经济数据均表明国内经济持续回暖，基建、房地产等下游行业需求保持旺盛，以及在国际大宗商品普涨的背景下，持续拉动黑色系产品价格大涨，黑色系价格已连续上涨四周。整体看螺纹钢供需水平良好，盘面偏强运行，后续应关注需求是否会走弱以及库存拐点。焦企利润在第七轮提涨全面落地后继续上涨，低库存与满产得以维持。焦炭供应偏紧，焦炉去产能以及焦煤海关政策收紧不改，或将导致焦煤期价震荡反复。

- **人民币汇率：人民币对美元汇率升到“6.5 时代”。**从美元汇率来看，短期走弱的趋势很难逆转：一是美国疫情非常严重，二是美联储资产负债表还在扩张。三是从美国进出口来看，美国经常项目差额在 2020 年一季度和二季度持续负值，而资本项目差额同样是负值。从人民币汇率走势来看，由于经济复苏在二季度和三季度非常明显，再加上中国货币政策并没有如美国那样大水漫灌，且在 9 月之后货币政策正常化，再加上疫情导致中国出口份额上升，人民币汇率升值势头还将持续，波动区间为 6.3-6.7。

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 宏观经济 4
1.2 每周要闻 7
二、 固定收益市场分析 8
2.1 资金面分析 8
2.2 利率债走势分析 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 17
3.4 黑色产业链分析 18
3.5 人民币兑美元汇率分析 19

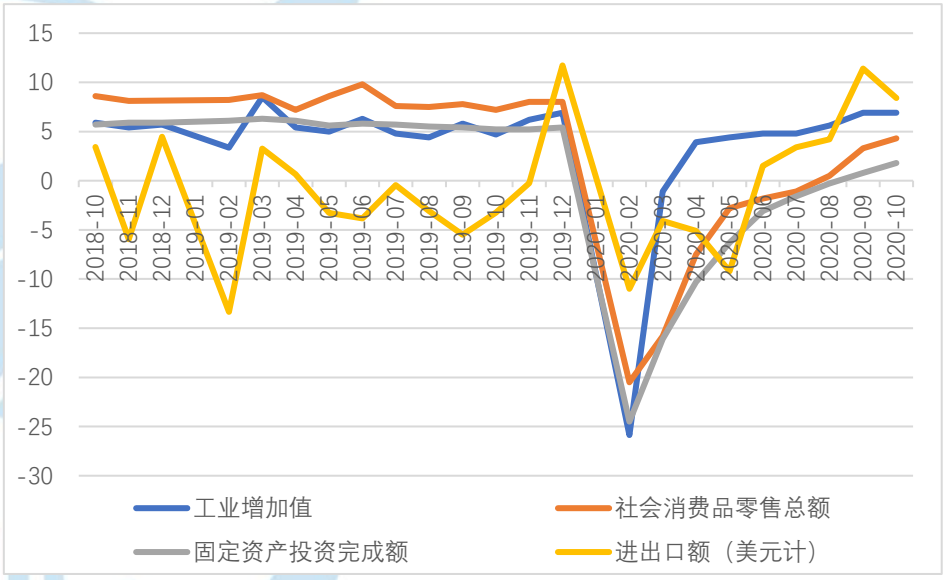
一、 本周重点经济数据分析

1.1 经济复苏内生动力强劲，经济持续复苏增长，四季度增长或将进一步加速

10 月中国经济持续恢复增长，复苏内生动力强劲，工业生产、投资、出口超预期快速扩张，消费增速刷新年内高点，预计四季度经济增速将进一步加快。国家统计局 11 月 16 日公布的月度宏观数据显示，10 月规模以上工业增加值同比增长 6.9%，与 9 月持平，连续两个月维持在年内高点；社会消费品零售总额同比增长 4.3%，较 9 月加快 1 个百分点；1-10 月固定资产投资（不含农户）同比增长 1.8%，较 1-9 月也提升 1 个百分点；此前海关总署公布的 10 月出口同样超出市场预期，已连续五个月增速加快。此外，城镇调查失业率为 5.3%，较 9 月下降 0.1 个百分点。

阻碍经济恢复至正常状态的不利因素依然存在。作为拉动经济增长的“三驾马车”中最主要的消费的增速相对其他指标滞后，距离疫情前水平仍有一定差距，低于市场预期；固定资产投资中，房地产投资表现突出，基建投资累计增速仍乏力，制造业投资仍未转正，表明市场投资主体还存在观望心理；由于全球疫情剧烈反弹，中国也不时出现零星病例，一些社交隔离措施可能延长到明上半年，这或将削弱中国出口与制造业投资意愿等。但整体上，中国经济复苏态势明朗，预计监管层或维持现有政策力度至明年，未来几个季度仍将 MLF（中期借贷便利）作为向市场注入流动性的主要渠道。

图 1：工业增加、投资、出口加速增长，但消费需求仍不及预期（%）



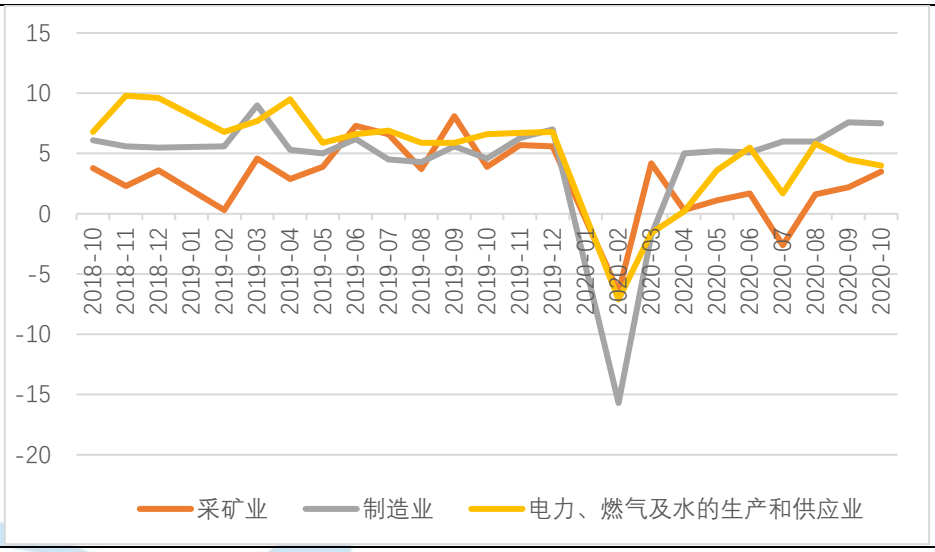
资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

（1）工业增加值

工业生产未受到国庆、中秋双节导致工作日减少的影响，工业增加值同比超预期增长，继续延续三季度持续改善的局面。10 月规模以上工业增加值同比实际增长 6.9%，增速与 9 月持平，连续两个月维持在年内高点。三大门类中采矿业增加值增速有所加快，10 月同比增长 3.5%，较 9 月提高 1.3 个百分点，但制造业和电力、燃气及水的生产和供应业同比分别增长 7.5%、4%，分别低于 9 月 0.1 个、0.5 个百分点。41 个大类行业中有 34 个行业增加值同比实现了增长，较 9 月减少 1 个，其中汽车制造业与计算机、通信和其他电子设备制造业增加值增速持续回落，分别增长 14.7%、5%，增速回落 1.7 个、3 个百分点。

从重要工业产品看，10 月钢材、水泥产量、原油加工量同比分别增长 14.2%、9.6%、2.6%，增速较 9 月加快 1.9 个、3.2 个、1.3 个百分点；汽车产量、发电量则出现增速回落，同比增速分别为 11.1%、4.6%，回落 2.7 个、0.7 个百分点。

图 2：10 月工业增加值同比超预期增长 6.9%，采矿业增速加快（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

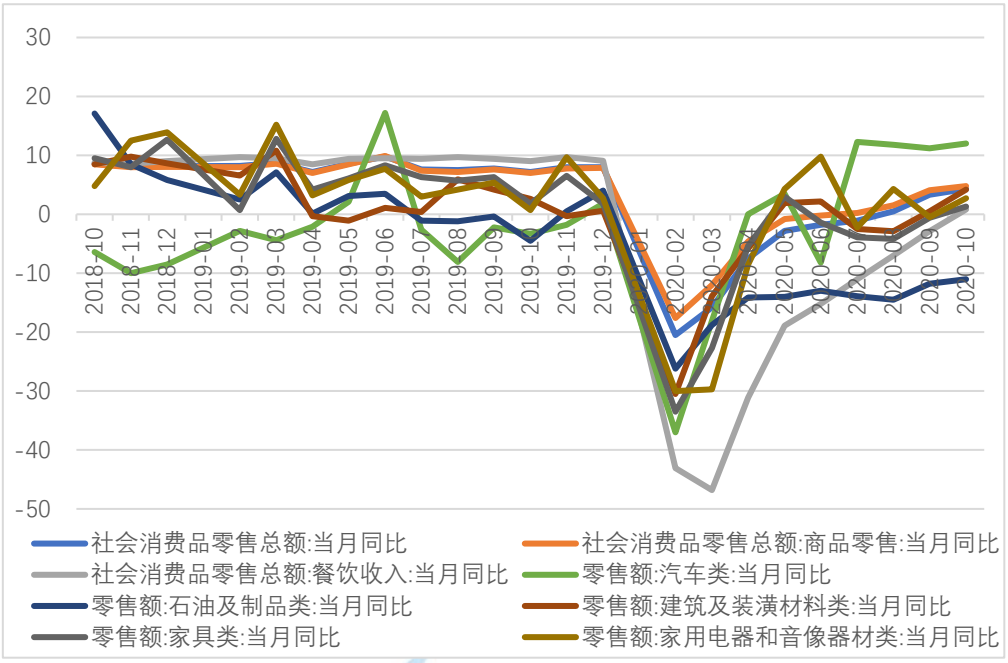
（2）消费

消费的改善幅度则不及市场预期，但随着后疫情时期生活秩序逐渐恢复，10 月社会消费品零售总额同比增速仍继续回升。10 月社会消费品零售总额同比增长 4.3%，增速比 9 月加快 1 个百分点。但从累计指标看，1-10 月，社会消费品零售总额同比仍然为负，下降 5.9%，降幅较 1-9 月收窄 1.3 个百分点。10 月消费好转，除了与消费环境逐步正常化有关外，还与失业率下降改善居民收入预期有关，10 月城镇调查失业率继续下降 0.1 个百分点至 5.3%。

从消费类型看，10 月商品零售同比增长 4.8%，高于 9 月 0.7 个百分点；在十一黄金周刺激下，餐饮收入增长 0.8%，为疫情后首次转正。

从主要商品消费看，汽车类消费仍然强劲，10 月同比增长 12%，高于 9 月 0.8 个百分点，连续四个月两位数增长，成为拉动消费的重要力量；受房地产销售持续改善影响，家具、家用电器和音像器材、建筑及装潢材料等房地产相关消费均实现小幅增长；由于国际油价处于相对较低水平，石油及制品类消费同比降幅仍然超过两位数。

图 3：10 月消费同比增速 4.3%，餐饮收入增速疫后首次转正（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

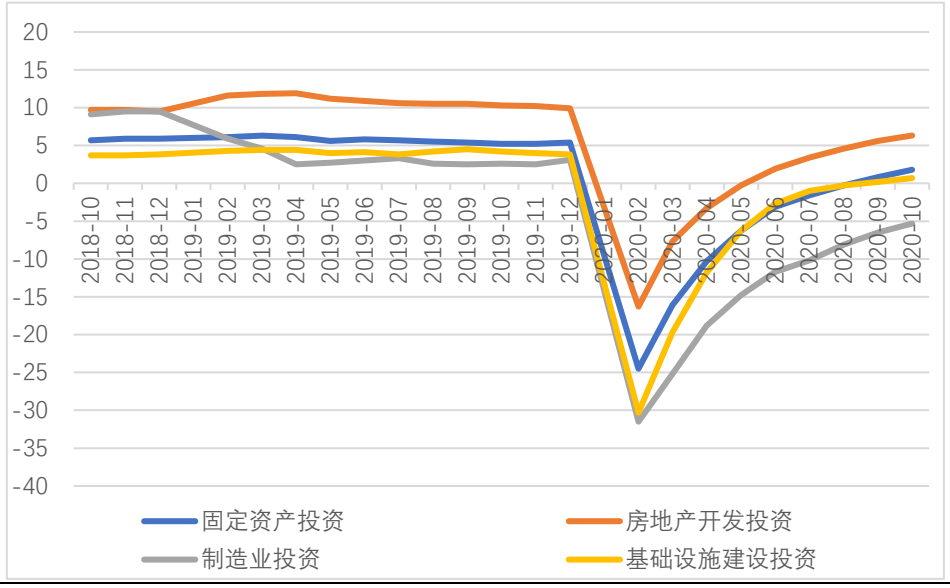
（3）投资

在财政政策支撑、企业利润较快增长等影响下，投资增速好于市场预期。1-10 月投资同比增速继续攀升，固定资产投资（不含农户）同比增长 1.8%，较 1-9 月提升 1 个百分点。

固定资产投资累计同比增长超预期，主要得益于房地产投资继续保持较快增长，基建投资小幅发力，制造业投资降幅收窄，因此四季度财政政策仍有较大空间。从三大投资看，专项债在三季度发行进度加快，效果逐渐在四季度显现，拉动基建投资累计增速在上月转正后，1-10 月同比增长 0.7%，较 1-9 月提升 0.5 个百分点；制造业投资在出口订单增加明显、工业企业利润较快增长的拉动下，改善幅度明显，1-10 月同比下降 5.3%，降幅较 1-9 月收窄 1.2 个百分点，改善幅度好于基建和房地产投资。

增速最快的是房地产投资。1-10 月同比增长 6.3%，较 1-9 月提升 0.7 个百分点。8 月下旬以来，房地产行业融资政策收紧，对开发商拿地影响明显，1-10 月土地购置面积同比下降 3.3%，降幅较 1-9 月扩大 0.4 个百分点；商品房新开工面积同比下降 2.6%，降幅收窄 0.8 个百分点；商品房销售明显好转，销售面积实现年内首次由负转正，销售额则同比增长 5.8%，增速提升 2.1 个百分点；房地产开发企业到位资金增速提升 1.1 个百分点至 5.5%，显示短期内房地产投资仍有支撑。

图 4：10 月投资增速好于预期，房地产投资增速最快（%）

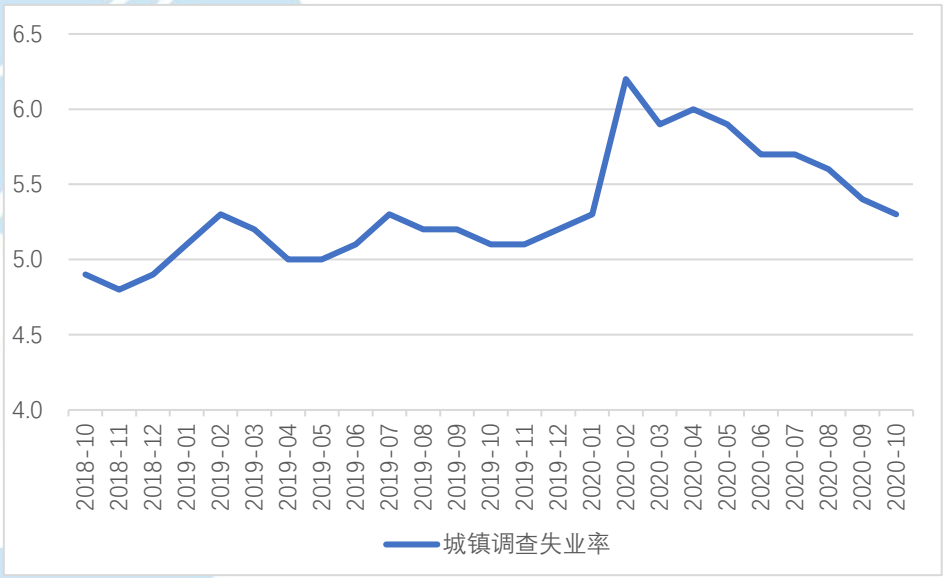


资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

（4）失业率

随着经济持续复苏，就业状况持续改善。城镇调查失业率连续六个月下降，表明就业状况在疫情后不断改善，10 月城镇调查失业率较 9 月下降 0.1 个百分点至 5.3%，但仍高于去年同期 0.2 个百分点，说明部分就业压力仍存，主要是高校毕业生、农民工等重点群体的失业率偏高。就业持续改善的同时，居民收入状况继续好转，是拉动居民消费支出改善的主要因素之一。

图 5：10 月失业率 5.3%，较上月下降 0.1 个百分点（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

1.2 每周要闻

1、紫光集团 13 亿私募债违约，公司评级惨遭断崖式下调

11 月 16 日，据上海银行公告，“17 紫光 PPN005”展期方案表决无效，未能按期进行足额兑付本息，这意味着该笔债券发生实质性违约。与此同时，公司主体评级也被断崖式下调至 BBB。在不少业内人士看来，随着紫光集团债务问题进一步发酵，对公司的影响将持续，未来债券兑付压力将加剧。据 Wind 数据，

目前紫光集团存量债券共计 11 只，余额达 164.46 亿元，其中，“18 紫光 04”规模最大，当前余额为 50 亿元。另从市场的角度看，继华晨、永煤违约后，随着紫光 PPN 协商展期未获得全体债务人一致同意进而导致债券正式发生违约，市场对所谓“AAA 级网红债”的投资情绪进一步走弱，金融机构纷纷砸盘，不少债券受到波及。

2、华晨集团进入破产重组程序，证监会决定对其立案调查

11 月 20 日，沈阳市中级人民法院裁定受理债权人对华晨集团重整申请，标志着华晨集团进入破产重整程序。华晨集团有关负责人表示，本次重整只涉及集团本部自主品牌板块，不涉及集团旗下上市公司及与宝马、雷诺等的合资公司。作为宝马在中国最重要的合作伙伴，集团重整后有望实现重生，尽最大努力挽回债权人损失。同时华晨宝马仍然是其未来稳定的利润来源，而且还将不断推出新产品，扩大规模。当日晚间，证监会官网发布信息称，证监会今日对华晨集团采取出具警示函的行政监管措施，并决定对其涉嫌信息披露违法违规立案调查。同时，证监会表示，将对华晨集团有关债券涉及的中介机构招商证券进行同步核查，严肃查处有关违法违规行为。

3、交易商协会将因“永煤”违约事件对海通证券开展自律调查

据中国银行间市场交易商协会消息，近日，交易商协会对永城煤电控股集团有限公司开展了自律调查。根据调查获取的线索并结合相关市场交易信息，发现海通证券股份有限公司及其相关子公司涉嫌为发行人违规发行债券提供帮助，以及涉嫌操纵市场等违规行为，涉及银行间债券市场非金融企业债务融资工具和交易所市场公司债券。依据《银行间债券市场自律处分规则》，协会将对海通证券股份有限公司及其相关子公司开展自律调查。如调查中发现相关机构存在操纵市场等涉嫌扰乱市场秩序的恶劣行为，交易商协会将予以严格自律处分，并移交相关部门进一步处理。

4、金融委第四十三次会议召开，要求严厉处罚各种“逃废债”行为

11 月 21 日，中共中央政治局委员、国务院副总理、国务院金融稳定发展委员会主任刘鹤主持召开金融委第四十三次会议，研究规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作。会议指出，党中央、国务院高度重视资本市场健康可持续发展。我国债券市场改革开放不断深化，服务实体经济功能持续增强，市场整体稳健运行。近期违约个案有所增加，是周期性、体制性、行为性因素相互叠加的结果。要坚持稳中求进工作总基调，按照市场化、法制化、国际化原则，处理好促发展与防风险的关系，推动债券市场持续健康发展。会议要求，一是提高政治站位，切实履行责任。金融监管部门和地方政府要从大局出发，按照全面依法治国要求，坚决维护法制权威，落实监管责任和属地责任，督促各类市场主体严格履行主体责任，建立良好的地方金融生态和信用环境。二是秉持“零容忍”态度，维护市场公平和秩序。要依法严肃查处欺诈发行、虚假信息披露、恶意转移资产、挪用发行资金等各类违法违规行为，严厉处罚各种“逃废债”行为，保护投资人合法权益。三是加强行业自律和监督，强化市场约束机制。发债企业及其股东、金融机构、中介机构等各类市场主体必须严守法律法规和市场规则，坚持职业操守，勤勉尽责，诚实守信，切实防范道德风险。四是加强部门协调合作。健全风险预防、发现、预警、处置机制，加强风险隐患摸底排查，保持流动性合理充裕，牢牢守住不发生系统性风险的底线。五是继续深化改革。要深化债券市场改革，建立健全市场制度，完善市场结构，丰富产品服务。要深化国有企业改革，提升运行的质量和效率。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：央行再度超额续作 MLF，资金面整体宽松，政策基调仍是中性，预计下周资金面整体均衡

1）央行的公开市场操作：央行公开市场净投放 3500 亿元

本周央行共进行 8000 亿元 MLF 和 3000 亿元逆回购操作，同期有 2000 亿元 MLF 和 5500 亿元央行逆回购到期，因此公开市场操作实现净投放 3500 亿元。下周（11 月 21 日至 27 日）央行公开市场将有 3000 亿

元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 0 元、500 亿元、1000 亿元、700 亿元、800 亿元；此外周一还有 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	-2000	-1200	-1500	-1200	-1600
7 天	0	500	1000	700	800
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）365D	8000	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	6000	-700	-500	-500	-800

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）资金面的复盘：本周资金面整体宽松

本周以来，资金面整体宽松。周一，央行大规模投放中长期流动性，8000 亿元的操作规模创下单日 MLF 操作量新高，进一步给市场注入强力稳定剂。16 日，资金利率普遍下行，具有代表性的银行间 7 天期质押式回购利率（DR007）跌 22 基点，上海银行间 7 天期同业拆放利率下行 9 个基点。非银机构间流动性明显放松，上交所国债质押式回购利率普遍走低，隔夜品种和 7 天期、14 天期品种解除倒挂。随后资金价格逐步下降，资金面整体宽松。

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	2.2904	1.8415	1.7726	1.9604	1.9820
	R007	2.7439	2.4185	2.3649	2.4017	2.3596
	R014	2.9671	2.9237	2.8951	2.9244	2.9547
	R021	2.9824	2.7749	2.8691	2.8621	2.9049
	R1M	3.1452	3.4563	3.1856	3.1014	2.9950
上交所协议回购	206001	5.0660	4.8480	4.9500	5.1110	5.1112
	206007	4.4410	4.3340	4.5350	4.5280	4.9300
	206014	5.0180	5.5080	5.4650	5.1720	5.0750
	206021	5.0420	5.2000	4.5750	5.3220	4.8120
	206030	5.2360	5.1310	6.3420	6.0690	6.5090
利率互换定盘：1Y	FR007	2.6030	2.6055	2.6493	2.6984	2.6884

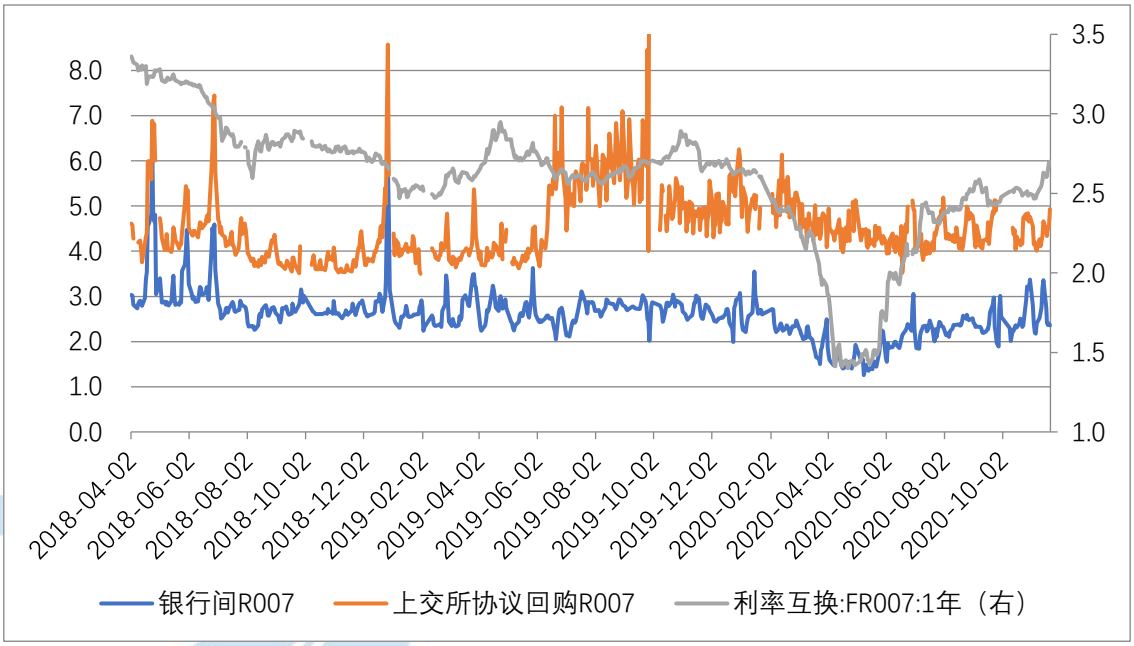
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

3）资金面的展望：政策基调仍是中性，流动性“不缺不溢”，预计下周资金面整体均衡。

预计下周资金面整体均衡。近期信用风险事件持续发酵，引发信用债市场悲观情绪，信用债短期质押困难导致非银机构资金面紧张，债券市场再次出现流动性分层现象。而流动性问题的化解离不开央行流动性的支持，实际上在上周信用风险事件爆发后，央行加大了逆回购投放力度，不过本月 MLF 超额续作 2000

亿，相比 9 月（4000 亿）和 10 月（3000 亿）有所减少，可能原因在于超储率有所回升（9 月底回升至 1.6%左右），同时利率债供给高峰过去，客观上要求央行流动性支持的量有所下降。综合来看，我们认为货币政策基调仍是中性，流动性“不缺不溢”，预计下周资金面整体均衡。

图 6：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：年底预计利率债波动加大，预计明年长端利率债收益率中枢将下行

1）利率债走势复盘：央行连续表态偏强硬，10 年国债收益率上行突破 3.3%

本周，各期限国债期货价格均下降。5 年期国债期货主力合约 TF2012 价格为 99.0950，较上周下降 0.26%。10 年期国债期货主力合约 T2012 价格 97.2050，较上周下降 0.44%。2 年期国债期货主力合约 TS2012 价格为 99.7800，较上周下降 0.22%。

本周央行超额续作 MLF，资金面先紧后松，但是由于信用风险仍在发酵，资金面出现分层，非银融入的跨月资金价格明显上行，债市情绪再度回落，长债收益率上行。周一，央行连续第四个月超额续作 MLF，净投放 2000 亿，资金面由紧转松，但是未能提振债市情绪；周二，10 月经济数据公布，工业增加值增速略超预期，消费及投资增速基本符合预期，对基本面整体仍然向好，加之当日央行公众号转发了易纲行长 1 月时关于债券违约的文章作为央行对于近期信用债违约事件的态度，打破刚兑的决心较大，再度给市场带来压力，当日长债收益率小幅上行；周三，一级市场表现较弱，存单持续提价，周期股持续反弹，都对债券市场形成压力，最终触发利率大幅上行。尽管目前收益率并不低，但利率仍持续上行，表明市场情绪非常弱。周四，央行公众号又转发了郭树清《坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战》的文章，传递出当前政策层面已经将防范金融风险放在当前工作中较重要的位置的信号，给本就脆弱的债券市场带来了更大的压力。周五，央行虽然继续净回笼，但是资金面整体宽松，债市情绪有所恢复，收益率下行。本周 10 年国债活跃券 200006 累计上行 5bp 至 3.315%，10 年国开活跃券 200210 累计上行 4.75bp。

图 7：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：信用市场情绪传导仍需关注，货币政策态度趋紧，债市仍将以震荡为主

货币政策的角度来看，近期央行各位官员频繁吹风，预计未来几个月货币政策将持续处于紧平衡状态。央行虽然连四个月超额续作 MLF，但是不宜对于货币政策抱有期待，背后的主要原因在于，四季度银行压降结构性存款任务依然很重，亟需寻找替代性稳定资金来源。可以看到，10 月 1 年期股份制银行同业存单发行利率均值达到 3.15%，比 9 月上升 13 个基点；进入 11 月，该指标继续上扬，截至 12 日均值水平升至 3.23%，已明显高于自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素。

经济基本面来看，当前经济仍处于内外需共振向上的通道。消费继续修复的同时地产投资仍有韧性，工业增加值增长动能仍然较强，投资增速明显加快，服务业回升幅度较大。当前经济活动保持较快增长势头，4 季度经济增速将进一步回升。10 月的社融增速预计可能成为近期接近高点，信用违约事件如果继续发酵的话，信用被动收缩或将开始，如果持续下去，经济必然受到冲击，最终对利率债是有利的。

明年经济冲高回落，社融增速下行，通胀风险可控，预计长端利率债收益率中枢将趋于下行。长端利率债当前已经有不错的配置价值。但对于交易性资金更需要避免长期逻辑短期化，过早的参与可能面临波动及亏损的风险，需要理解当前经济及市场所处的位置，并且在年末时间点上利率债的波动加大的概率较大，利率债投资者仍需要耐心等机会。

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上涨

1）一级市场发行：一级存单发行利率涨跌不一，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 4,111.70 亿元，较上周发行量上涨 2.25%。本周存单到期量为 5,209.40 亿元，较上周到期量下降 6.27%。

各期限存单收益率涨跌不一，1M 存单收益率较上周下降 16.90bp，3M 期存单收益率较上周上升 12.91bp，6M 期存单收益率较上周上升 13.34bp，9M 期存单收益率较上周上升 10bp。

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 2,751.45 亿元，较上周环比下降 46.54%。

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上涨

信用债二级市场方面，信用债各等级及各期限收益率多数上涨，AAA 级 1 年期、AAA 级 3 年期、AAA 级 5 年期较上周分别上涨 15.97bp、上涨 10.56bp、下降 0.41bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别上涨 24.95bp、上涨 23.55p、上涨 5.59bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别上涨 33.95bp、上涨 33.55bp、上涨 19.92bp。

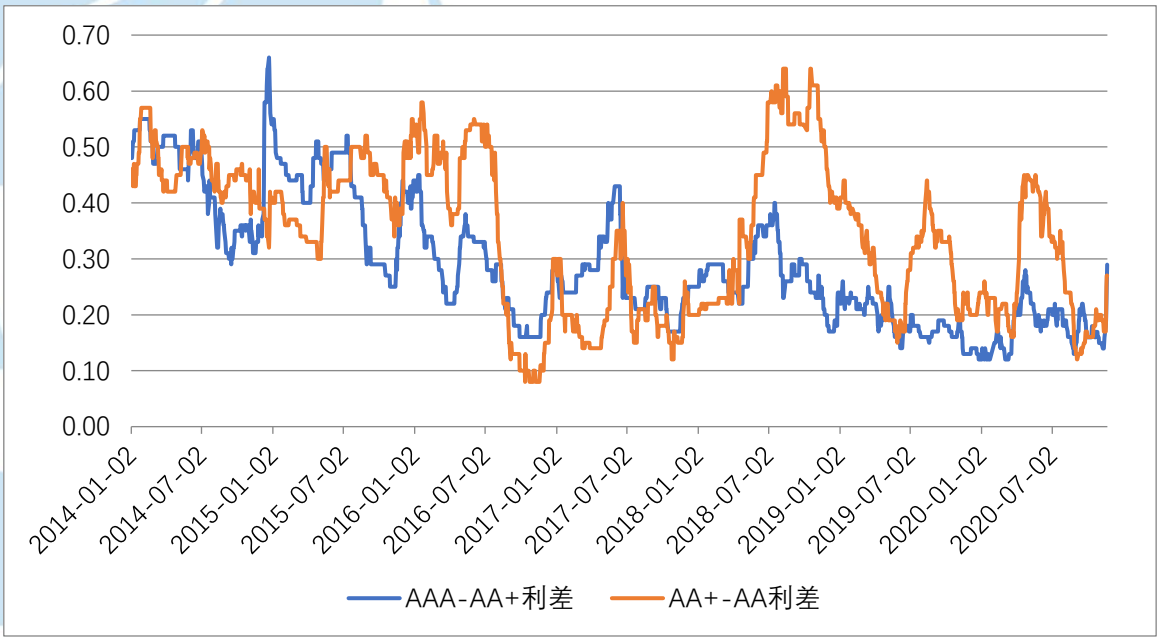
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	3.591	44.20%	15.97
信用债(AAA):3 年	3.9065	43.10%	10.56
信用债(AAA):5 年	4.062	39.40%	-0.41
信用债(AA+):1 年	3.850	44.80%	24.95
信用债(AA+):3 年	4.196	43.50%	23.55
信用债(AA+):5 年	4.322	35.20%	5.59
信用债(AA):1 年	4.060	41.70%	33.95
信用债(AA):3 年	4.466	40.20%	33.55
信用债(AA):5 年	4.732	31.70%	19.92

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，各评级信用利差均走阔，AAA 与 AA+信用利差较前周走阔 13bp 至 29bp，AA+和 AA 之间的利差较前周走阔 10bp 至 27bp。

图 8：各评级信用利差均走阔（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

近期连续发生实控人为省级国资委的 AAA 级别国企违约，并且违约之前均有通过核心资产划转，而恶意逃废债务的行为，引发信用市场的大幅动荡。虽然有序打破债券刚兑，推进信用债市场化定价最终有利

于信用债市场的良性发展，但是如果政策层面对于地方国企恶意逃废债务的行为没有相应措施的话，将会对投资者信心造成较大的打击，带来更大的连锁影响，引发信用收缩。

需要警惕信用债违约形成负反馈："信用违约—债券产品赎回—机构率先抛售流动性好的资产（利率债及高等级信用债）、信用利差走阔—引发局部或全局的流动性危机，机构解杠杆—加剧信用违约"。

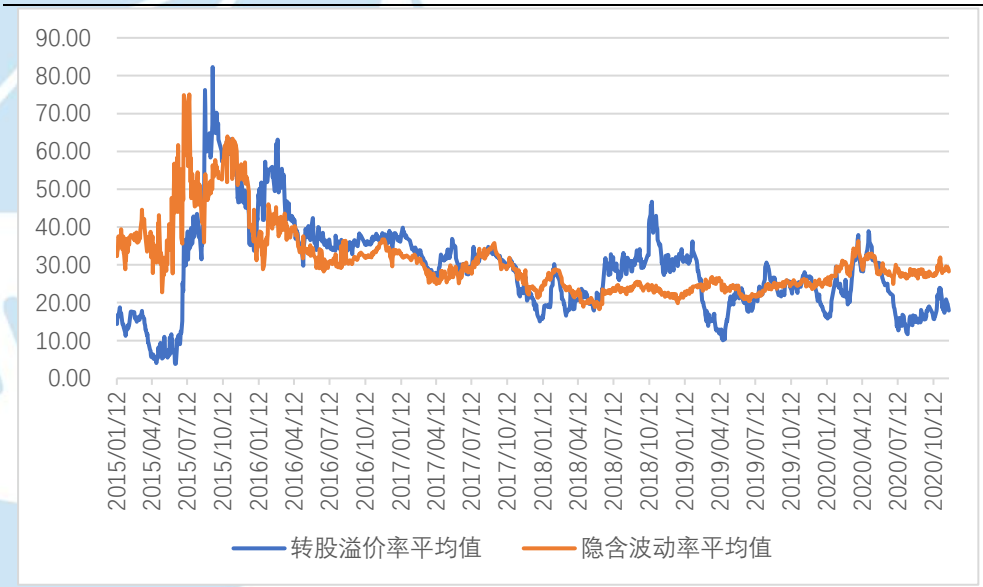
2.4 可转债分析：权益各市场走势出现分化，转债与对应权益市场趋势一致，建议继续关注顺周期、可选消费、"十四五"主题

1）可转债的走势复盘：权益各市场走势分化，可转债各市场与对应权益市场趋势一致，从个券涨跌情况看可转债市场重归价值

本周权益各市场走势出现分化，上证指数本周收于 3377.73 上涨 2.04%，深证成指本周上涨 0.71%，创业板指本周下跌 1.47%，中小板指本周下跌 0.10%。可转债市场行情趋势与对应权益市场基本保持一致，本周上证转债上涨 0.11%至 325.98，深证转债下跌 0.41%至 262.68，中证转债下跌 0.03%至 366.02，其中，小康转债、桐昆转债、太阳转债、桐 20 转债、雅化转债等领涨，汽车行业小康股份上涨带动小康转债大涨居榜首，化纤行业高景气带动桐昆转债、桐 20 转债上涨；乐歌转债、万里转债、科森转债、隆利转债、同和转债等领跌，上周爆炒的新上市乐歌转债跌幅第一，待赎回的高溢价万里转债跌幅居前，其他高溢价的正元、智能、英联、万顺转债跌幅也较大。总体来看，涨幅较大的转债多数由正股上涨带动，跌幅较大的转债多数溢价率较高，可转债市场重归价值。一级方面，本周侨银转债、强力转债、洪城转债三只转债发行，星宇转债、恒逸转债、隆利转债、同和转债、多伦转债、洽洽转债、华菱转 2、荣泰转债八只转债上市。

从近五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行，整体变化不大。

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：权益市场中期慢涨的逻辑继续，建议以结构性机会为主，把握盈利修复和政策主线，继续关注顺周期、可选消费、"十四五"主题

权益市场本周依然处于震荡区间，在内部信用因素的扰动下，各市场走势分化，但中期慢涨的逻辑继续，结构上已经清晰地呈现了当前市场的主线方向。转债市场在这一趋势下走出分化的行情，随着季报的

公布，市场的交易逻辑已经开始向盈利预期过渡。虽然金融数据表明信用的扩张开始接近顶点，但是盈利的修复仍旧在路上。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，这一点是为更长的视角而布局。债券市场方面，永煤违约导致部分高等级信用债快速下跌，但整体信用债目前运行正常。与之相关的是，银行和非银之间的流动性分层愈发明显，转债层面信用存在部分瑕疵的品种大幅下挫，不过权重品种相对稳健。

总体来看，近期转债估值处于偏高水平，制约转债整体的性价比，同时社融存量增速可能将进入筑顶阶段，警惕对股市和风险偏好的负面影响，建议以结构性机会为主。预计近期主线方向：（1）顺周期低估值板块的价格修复，PPI 的回升会带来顺周期板块盈利的明显回暖；（2）经济复苏带来的可选消费的修复，诸如汽车、家电等板块表现不俗，节奏上先内后外；（3）政策视角，重点关注“十四五”主题催化下的主线，安全领域、科技领域以及绿色能源为主要关注的方向，抓住具有成长逻辑的标的。结合自下而上对于转债个券效率的区分，总体仍然向低估值标的迁移。

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：韧性有望延续 警惕分化风险 关注顺周期和可选消费

1） 权益市场走势复盘——上证综指震荡走高 运行颇具韧性

本周市场震荡走高，上证综指最终报收于 3377.73 点，全周上涨 2.04%；同期深圳成指上涨 0.71%，而创业板指下跌 1.47%。两市合计成交 4.01 万亿元，环比上周萎缩近一成。在债市大幅波动的情况下 A 股仍震荡走高，彰显处于较强的运行韧性。

盘面上，板块表现和风格分化继续加深。一方面，低估值蓝筹（如银行、保险和地产龙头）、顺周期行业（如煤炭、有色资源）等稳健走高，有色表现尤其突出；另一方面，高估值的中小盘个股持续下跌，全周来看下跌个股占比多数。周内创业板指表现明显跑输上证综指。与我们建议重点关注顺周期低估值龙头相合。

图 10：上证综指震荡走高 运行颇具韧性



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

本周，美股三大指数涨跌不一，道指本周下跌 0.73%，报 29263.4800 点，纳指本周上涨 0.22%，报 11854.9700 点，标普 500 指数本周下跌 0.77%，报 3557.5400 点。

最近几天美股创纪录新高后涨势放缓，原因是人们越来越担心严峻的疫情形势、潜在的防疫限制措施及其可能带来的经济影响，这使人们对疫苗成功的乐观情绪蒙上了阴影。11 月 19 日，美国财长姆努钦周四致函美联储，称财政部提供的资金已经帮助美联储实现了目标，要求其立即停用部分抗疫贷款工具，以释放多达 4550 亿美元的资金给国会挪作他用，以刺激经济重振。不过，这一要求遭到美联储果断拒绝，并表示，这些计划应继续发挥其重要作用，作为依然紧张和脆弱经济的后盾。另一方面，国会可能重启刺激计划谈判。美国参议院民主党领袖查克-舒默表示，参议院共和党领袖米奇-麦康奈尔同意恢复与民主党就潜在的新一轮抗疫刺激法案进行谈判。这一消息部分缓和了市场对美联储和财政部出现冲突的担忧。

图 11：美股三大股指涨跌不一



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——韧性有望延续 警惕分化风险 关注顺周期和可选消费

展望后市，数据不断印证国内宏观经济向好趋势，资本市场注册制改革强化优胜劣汰机制，在此大环境下 A 股整体韧性有望延续，但分化格局下高估值个股的回调风险需谨慎。

10 月份重要经济数据运行态势良好。其中，10 月工业增加值同比上升 6.9%，超出预期；1-10 月固定资产投资累计同比增长 1.8%，高于预期；10 月商品零售同比增长 4.8%，虽略低于预期，但较上月上升 0.7 个百分点。国内汽车市场复苏强劲和出口增长强劲推动宏观经济持续向好。11 月 18 日，国务院常务会议针对提振汽车、家电家具、餐饮、旅游等大宗重点消费作出新部署，有望进一步巩固经济复苏趋势。经济复苏趋势有望延续到明年二季度。物价方面，10 月份 CPI 同比上涨 0.5%，环比下降 0.3%；PPI 同比下降 2.1%，环比持平。受猪价回落影响，后期 CPI 将继续低位运行；受经济持续恢复影响，工业物价有望逐步回升，PPI 趋势向上。CPI 低位利于货币政策空间，PPI 向上则预示着工业企业利润向好，两者均有利于权益市场趋势向好发展。

资本市场注册制改革有利于 A 股慢牛运行。10 月 31 日，刘鹤在国务院金融稳定发展委员会专题会议中指出全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制。A 股即将迎来了全面的注册制。全面注册制对资

本市场影响重大且深远，将大幅提升我国直接融资比重，大大增强资本市场在我国社会经济中的基础性地位；对投资而言，其深远影响则是有望改变我国市场牛短熊长的历史，以及乱炒垃圾股、优质公司不能享受更优价格等不合理现象。退市机制的完善和落实将提高垃圾公司退市率，推动市场资金不断向优质公司集中。优质公司有望迎来持续长牛。

上述因素奠定了 A 股中期向好的基石，而以下因素可能成为市场短期震荡的重要诱因。一是海外新冠疫情仍在持续扩散。疫苗研制成功预示着疫情将在中期内被人类战胜，但短期内疫苗难以大规模部署的情况下，疫情扩展速度过快将引发全球经济二次探底风险。二是 A 股的结构性估值泡沫。市场的结构性估值差异仍处于历史高位，一方面预示着低估值公司及传统周期行业的机会，另一方面大量中小盘个股估值高企，意味着潜在的风险，在全面注册制的政策趋势下这种风险正在逼近。三是年底市场资金面可能出现较大波动，影响市场短期表现。

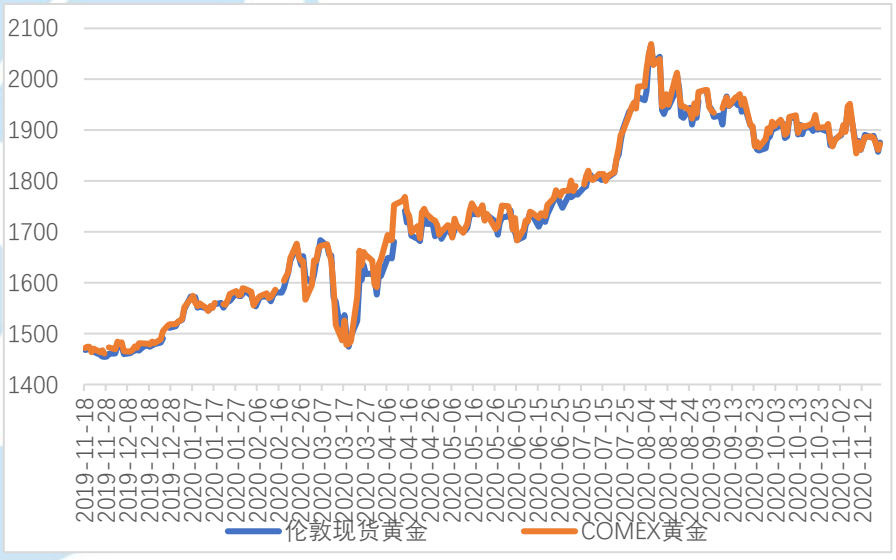
综合判断， A 股整体韧性有望延续，但年底前市场风险偏好难明显上升，不宜过度乐观，震荡“慢”牛最大特点是“慢”；行情表现上将延续结构性分化，分化中高估值个股继续面临回调压力，相关风险需要谨慎；机会将主要在自下而上挖掘业绩向好、估值合理的优质公司。

策略上，注意整体仓位管理和个股风险防控，自下而上挖掘核心优质公司，重点关注确定性。建议继续关注经济持续复苏+估值提升的绩优价值主线；行业方面，关注低估值的金融、顺周期板块，及可选消费；科技成长注意在回调中关注介入时机，并规避估值泡沫明显的伪科技股。

3.2 黄金市场分析：疫苗乐观情绪及美国财政刺激依然无果，金价短期承压

本周金价继续下跌，周五，伦敦现货黄金价格较上一交易日上涨 18.35 美元，或 0.99%，收报于 1875.7 美元/盎司，但全周累计下跌 2.52%；美国 COMEX 黄金期货结算价上涨 10.9 美元，或 0.59%，收报于 1872.4 美元/盎司，全周累计下跌 2.96%。

图 12：金价本周继续下跌（美元/盎司）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

本周金价震荡回落，疫苗的乐观情绪，以及美国财政刺激依然无果，给金价短线走势带来沉重的压力。一方面，新冠疫苗实现突破激发市场风险偏好，短线施压金价。德国 BioNTech 公司和美国辉瑞公司合作研发的新冠疫苗 18 日再度传来消息，其疫苗有效性进一步提高到 95%，并将在几天内寻求美国食品药品监

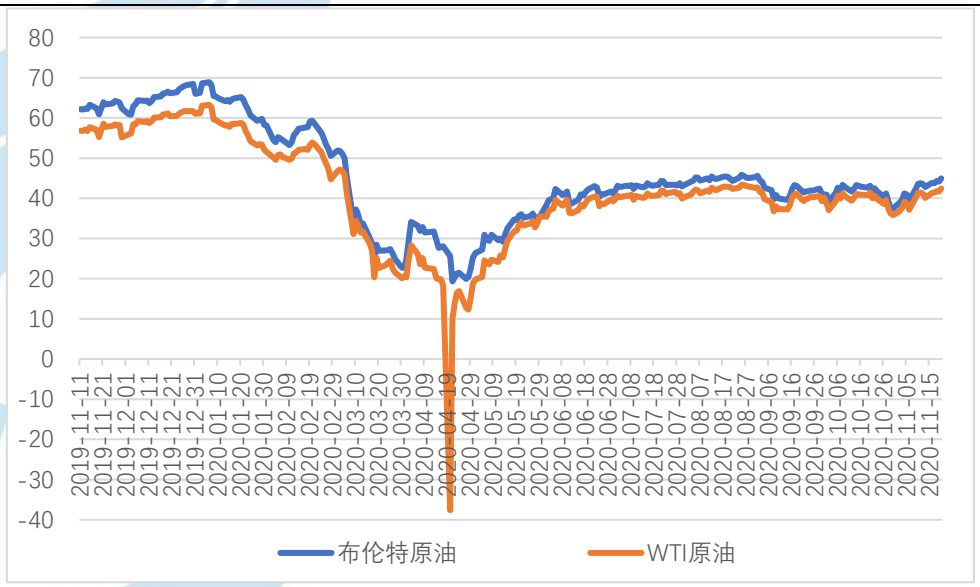
督管理局的紧急授权使用。美国 Moderna 公司之前于 16 日宣布其疫苗有效性达到 94.5%。另一方面，美国参众两院对新财政刺激方案规模的立场仍然相差甚远，刺激方案迟迟未果也对金价产生承压。民主党提议的刺激方案规模为 2.2 万亿美元，而共和党则表示不会支持超过 5000 亿美元的方案，双方差距巨大，本周白宫幕僚长梅多斯表示尽管刺激政策已成为总统特朗普的“优先事项”，但任何谈判都将由国会来主导，这表明在特朗普大选输给拜登后，白宫不再积极参与谈判。

短期内，金价或将继续呈下跌趋势，但中长期，全球经济进一步放缓，且全球债务问题急速攀升，叠加全球央行依然维持极度宽松的政策，这给金价中期上涨带来一定动力。随着美国大选落地，以及新冠疫苗研发的进展缓解了经济担忧并推动股市走高，导致黄金的避险吸引力下降，近期投资者对黄金 ETF 的需求也出现下滑，而此前几个月，黄金 ETF 正是金价创下纪录新高的重要驱动力。IMF 本周警告称，疫情复发迫使各国政府对家庭和企业实施新的限制，全球经济复苏势头可能正在减弱，不确定性和风险升高。同时，国际金融协会（IIF）周三表示，到今年年底，全球债务规模预计将飙升至创纪录水平，对于全球经济未来如何在不对经济活动产生重大不利影响的情况下去杠杆化，存在重大不确定性，全球主要央行或将保持较宽松货币政策，美元将进入持续贬值通道，中长期金价将获得一定支撑。

3.3 原油市场分析：受疫苗利好消息和 OPEC+预期推迟增产计划的提振，油价继续大涨

周五，国际基准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 1.72%，收报于每桶 44.96 美元，全周累计涨幅 5.1；美国基准 WTI 原油期货合约结算价上涨 0.68 美元，或 1.63%，收报于每桶 42.42 美元，全周累计涨幅 5.71%。

图 13：本周油价继续大涨（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

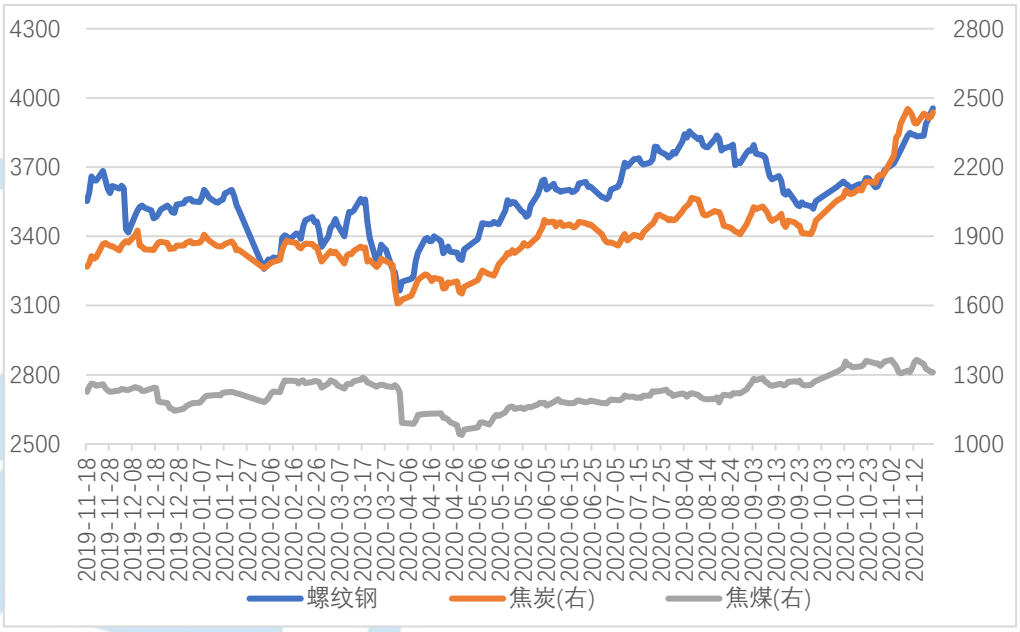
油价已连续三周上涨，本周继续大涨主要是受疫苗利好消息的提振，OPEC 推迟明年初增产预期也给油价带来支撑，但美国财政刺激谈判无果，全球疫情依然严重，油价仍然面临一定下行风险。辉瑞在上周传出疫苗有效性达 90%利好消息后，本周再次表示有效性进一步提高至 95%，并准备向 FDA 申请紧急使用授权，美国 Moderna 也在本周宣布其疫苗有效性超过了 94.5%，这样美国民众很可能会在年底前开始接种疫苗。刺激油价上涨的另一个消息是，随着全球疫情反弹，本周 OPEC+部长级联合监测委员会开始讨论推迟明年一月增产计划延后三到六个月执行，最终决定将在 11 月底的 OPEC+全体部长会议上做出。

包括中国在内的疫苗利好消息还会不断出现，仍将对油价产生一定支撑，但二次疫情不断恶化也将限制油价涨幅，预计未来数月内（布伦特）油价将处于 40-50 美元/桶。随着欧美疫情再次持续恶化，市场对疫苗何时推出更加关注，近期瑞辉和 Moderna 放出疫苗利好消息后，钟南山最近在一次国际会议上表示中国疫情的有效性不比国外的差，在充分测试安全性和有效性将尽快推向市场，表明近期中国疫苗将会有好消息，疫苗的推出将一定程度上遏制疫情传播，提高市场投资情绪和风险偏好，对国际油价产生提振，预计短期内油价将保持在 40 美元/桶以上。

3.4 黑色产业链分析：下游需求保持旺盛拉动黑色系价格连续大涨

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周同期每吨上涨 122 元，收报于 3955 元/吨，全周累计涨幅约 3.18%；焦炭价格每吨上涨 48.5 元，收报于 2437.5 元/吨，全周累计涨幅 2.03%；焦煤价格每吨下跌 35.5 元，收报于 1311 元/吨，全周累计跌幅 3.89%。

图 14：螺纹钢、焦炭价格上涨，焦煤价格下跌（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

基建、房地产等下游行业需求保持旺盛，持续拉动黑色系产品价格上涨，黑色系价格已连续上涨四周。近期发布的各项经济数据均表明国内经济持续回暖，三季度发行的专项债效果也在四季度逐渐显现，房地产投资同比增速加速，拉动了对黑色系的需求提升。从实际运行数据看，本周钢厂去库存加速，在螺纹钢产量有一定下降下，螺纹钢总库存下降超 71 万吨。整体看，目前螺纹钢供需水平良好，盘面有一定贴水的情况下偏强运行，后续应关注需求走弱速度以及库存拐点。

焦炭方面，第七轮提涨全面落地后，焦企利润继续高涨，低库存与满产得以维持。供给端，河南山西河北去产能仍在进行，短期超过预期速度，供应继续收紧。需求端，随着限产政策放松和钢价走强，钢厂利润回升，开工率较高，补库意愿积极，但下游终端螺纹表需及产量均下降，真实需求是否走弱有待观察。

焦煤方面，河北山西安全生产检查频繁，煤厂焦煤库存维持在低位，优质主焦库存量不大，同时进口海关政策上，澳煤仍未通关，蒙煤通关量稳定，但并不能完全补足澳煤的缺口。下游需求端，焦化厂补库积极，需求总提维持高位。整体来看，焦炭供应偏紧，还需关注焦炉去产能情况以及海外焦煤通关面临的不确定性，或将导致焦煤期价震荡反复。

3.5 人民币兑美元汇率分析：人民币对美元汇率升到“6.5 时代”

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.5786，较上周上涨 0.75%。即期汇率报 6.5714，较上周上涨 0.65%。，周五，美元指数报 92.3912，终结六日连跌走势，本周跌 0.62%。

从美元汇率来看，短期走弱的趋势很难逆转：一是美国疫情非常严重，部分州重启相关限制措施，影响美国经济在四季度复苏的势头。10 月美国居民消费复苏势头开始放缓 二是美联储资产负债表还在扩张。11 月 4 日当周美联储资产负债表从前一周的 7.19 万亿美元略微升至 7.21 万亿美元，在 11 月 11 日当周继续扩张至 7.22 万亿美元，这意味着在美国疫情加重的情况下，美联储货币政策加大对冲力度，美元汇率自然会继续贬值。三是从美国进出口来看，美国经常项目差额在 2020 年一季度和二季度持续负值，而资本项目差额同样是负值。由于美国受疫情冲击严重，生产尚未完全恢复，而居民消费刚性，使得美国净进口增加，美国贸易和资本流动双赤字在四季度还会持续，因此美元大概率会是走弱的。

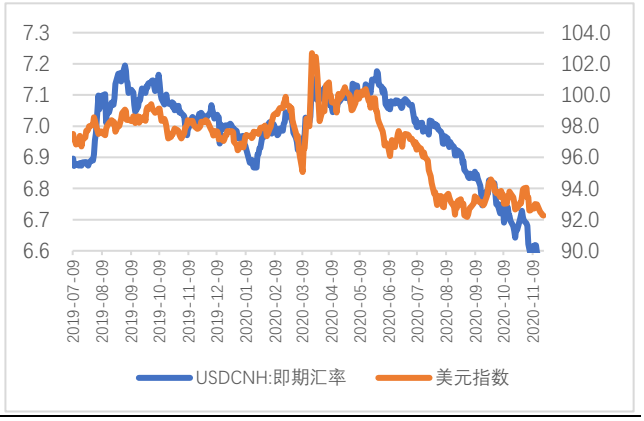
从人民币汇率走势来看，由于经济复苏在二季度和三季度非常明显，再加上中国货币政策并没有如美国那样大水漫灌，且在 9 月之后货币政策正常化，再加上疫情导致中国出口份额上升，人民币汇率升值势头还将持续，继续调高今年末至明年汇率波动中枢至 6.5，波动区间为 6.3-6.7。超预期升值可能来自实体部门集中结汇、美元超预期下行。超预期贬值可能来自地缘政治因素超预期，但这些情形出现并引发汇率大幅超调的概率并不大。

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：美元指数走跌



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，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。