

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 符旻

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:税期资金面平稳,债券市场情绪谨慎

(2021.04.19-2021.04.23)

金融市场分析周报

2021 年 4 月 26 日

摘要

- **资金面分析:** 本周一至五公开市场操作完全对冲到期量,本周日有 561 亿元 TMLF 到期,本周缴税对资金面冲击较小,下周大概率延续宽松。本周央行公开市场累计进行了 500 亿元逆回购操作,本周共有 500 亿元逆回购到期,本周一至五逆回购完全对冲到期量,此外本周日(4月25日)有 561 亿元 TMLF 到期。四月份以来,央行仍持续进行 100 亿元 7d 逆回购操作,除了上周 TMLF 提前续作以及 700 万国库现金定存以外,央行没有就 4 月份缴税进一步释放流动性。但目前来看今年资金面受缴税影响较小,本周一、二大部分期限资金利率出现了小幅上涨,周三开始隔夜以外期限资金利率均开始回落。四月份最后一周冲击资金面的因素较少,叠加财政投放走款,资金面大概率延续宽松局势。本周税期超预期宽松的原因可能是多方面的:首先,3 月末超储率超历史同期,资金面已经处于较为宽松水平;其次,今年利率债供给节奏较慢,地方政府债融资节奏不及往年,国债 4 月份净融资较少;此外,一季度工业增加值不及预期,4 月份缴税额可能低于市场判断。
- **利率债:** 二季度后两个月利率债供给压力上升,资金利率及资金面波动率预计有所抬升,市场利率或在年中触顶。从利率债供给节奏上看,利率债净融资在 4 月下旬开始逐步走高,预计二三季度供给压力有所加大,资金面持续宽松的局面难以持续,后续出现资金利率中枢的抬升和波动性加大,债券市场可能会出现波折。在加息概率较低的情况下,市场利率大概率将在年中伴随经济高点见顶。PPI 与十年期国债收益率存在长期共振关系,一致性预期显示 PPI 高点将出现在今年 5 月份,表明市场利率或也将在年中触顶。
- **可转债:** 权益市场震荡上行,转债市场随权益市场上涨,关注碳中和供给侧、顺周期、盈利改善的优质赛道、绩优个券、资质较好的低估值券等。本周权益市场一改前几周下跌趋势、震荡上行,可转债市场整体趋势与权益市场基本一致、震荡上行,一级节奏明显加快。本周虽然权益市场收涨但波动较大,后市呈现宽幅震荡的可能性较大,目前转债估值水平适中,安全性较高,建议关注碳中和供给侧、顺周期、盈利改善的优质赛道、绩优个券、资质较好的低估值券等。
- **权益市场:** 大消费表现强势,节后或选择方向,关注绩优股和超预期成长及主题性机会。本周市场表现强势,深强沪弱,赚钱效应明显,形成三重底加三重顶结构。3 月公共财政收入大幅提升,经济恢复韧性较强;公募基金规模创新高,同时并未大幅减仓,增量资金复苏可期;稳外资硕果累累,投资中国成必选项,驱动长期价值牛市;地产销售投资韧性较强,关注地产后周期投资机会。展望后市,市场已消化利率上升与流动性紧缩带来的杀估值影响,指数向下突破的可能性已不大。策略方面,持续关注服务性消费复苏主线、全年业绩加速或反转优质个股,同时或挖掘主题投资机会。行业配置上,当下可重点关注具有顺周期涨价逻辑的行业和个股,同时可以开始结构性地在左侧为利率见顶后成长科技的机会做准备。

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

- **黄金：**部分地区疫情恶化、美债收益率回落支撑金价，但强劲的美国经济数据也抑制金价上涨，金价继续维持震荡走势。金价维持震荡走势，市场对印巴等疫情恶化的担忧、美债收益率回落为金价提供上涨动力，但强势的美国经济数据等因素也抑制了金价涨幅。金价短期走势仍受制于疫情的发展及美债收益率和美元的变动，一方面疫情存继续恶化风险，另一方面美债收益率出现疲软回落，金价将继续震荡波动，中长期金价在高通胀预期下将维持上涨趋势。
- **原油：**地区疫情恶化、库存意外增加、美元走强等因素导致油价下跌。本周两大国际油价小幅下跌约1%，印度等一些地区疫情出现严重恶化并再次封锁使得市场担忧原油未来需求，原油库存意外增加和美元走强也给油价带来一定压力，不过 OPEC+预计不会在短期增产，仍对油价产生一定支撑。市场担忧难以短期消除、美元预计走强等因素综合影响下，油价将窄幅震荡，中长期油价在经济复苏趋势、OPEC+增产放缓下仍有进一步上涨空间。
- **黑色产业链：**需求旺季和环保限产导致的供需偏紧推动黑色系价格持续上涨。旺季期间需求不弱，同时碳中和长期预期下产能增长有限，供需偏紧推动螺纹钢价格继续上涨。后续看，需求的环比走弱和库存降速反映近期供需有阶段性边际走弱迹象，螺纹钢价格有一定调整压力。下游钢厂需求上升导致焦炭库存继续下降，山西、河北等地区环保限产持续，市场看多情绪提升，对双焦价格形成有利支撑，短期价格或维持偏强运行。
- **人民币兑美元汇率分析：**美国国债收益率小幅下跌，美元指数恢复 2 月末水平，人民币兑美元汇率持续上涨。本周美元延续了前两周的跌幅。美国经济恢复仍较为平稳，周初次申请失业金人数好于预期，过去一周美国的每日新冠新增确诊人数有所减少，未来经济恢复不确定性有所降低。市场逐步消化“通胀将促使美联储提前退出宽松政策”的预期，美国十年期国债收益率变动较为平稳，较上周小幅下跌，美元指数回落至 2 月末水平。人民币兑美元汇率相应上涨。预计未来人民币兑美元汇率走势可能回到今年较早的波动行情。

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 每周要闻	4
二、 固定收益市场分析.....	4
2.1 资金面分析	4
2.2 利率债走势分析	6
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.....	18
3.4 黑色产业链分析.....	19
3.5 人民币兑美元汇率分析.....	20

一、 本周重点经济数据分析

1.1 每周要闻

1、 首批 4 单基础设施公募 REITs 项目获沪深交易所正式受理

着眼于盘活存量资产、推动投融资协调平衡发展的公开募集基础设施证券投资基金（REITs）试点迈出关键一步。4 月 23 日，上海证券交易所同时作出正式受理首批 2 单基础设施公募 REITs 项目——“浙商证券沪杭甬高速封闭式基础设施证券投资基金”、“国金铁建重庆渝遂高速公路封闭式基础设施证券投资基金”申报的决定。同日，深圳证券交易所也通过公募 REITs 审核业务系统，正式发出“中航首钢生物质封闭式基础设施证券投资基金”和“博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金”项目申请的受理通知。业界普遍认为，试点基础设施公募 REITs 对创新我国基础设施投融资机制、优化资源配置和盘活存量资产具有重要意义，有助于加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

2、 央行联合发改委、证监会发布《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》

2021 年 4 月 21 日，中国人民银行、发展改革委和证监会发布关于印发《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》的通知，为于 2020 年 7 月 8 日发布的《关于印发〈绿色债券支持项目目录（2020 年版）〉的通知（征求意见稿）》的正式稿。《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》对绿色债券的定义、标准作出了修改和完善，对规范国内绿色债券市场有着重要的作用。首先，此次绿色债券支持领域和范围的统一，有助于降低绿色债券发行和管理成本，对促进绿色债券市场规模扩大有着重要的作用。其次，此次目录内容更为科学准确，但又与此前文件准则一脉相承，可以实现绿色债券项目认定的平稳过渡，也有利于市场稳定发展。最后，此次项目标准的完善向国际标准更进一步，有助于提升境内绿色债券市场对境外机构的吸引力，对于境内债券市场的国际化发展也有着积极影响。

3、 河南拟设立 300 亿信用保障基金，用于豫能化等国企债务风险化解及增信

近日，21 世纪经济报道记者从河南能源化工集团内部人士及债权人处了解到，河南拟设立 300 亿信用保障基金，用于河南省属国企的债务风险化解及增信。基金由河南省属国企及部分金融机构出资，首期规模 50 亿。知情人士向财联社记者透露，除计划建立 300 亿信用保障基金以外，河南省政府还在与金融机构积极沟通，协调债务展期或调降利率等事项。

自去年 11 月永煤债券违约之后，评级机构火速下调永煤及豫能化主体评级，并列入观察名单。随后，永煤及豫能化多只债券暂做展期处置，豫能化作为永煤母公司自此陷入流动性危机。此次政府帮扶，极大程度化解了豫能化暂时流动性问题。知情人士解释，省政府建立的 300 亿信用保障基金主要用于豫能化债券兑付缺口，此举基本解决了当前债务问题。知情人士向财联社记者透露，省政府高度重视河南能源改革发展事项，连续召开专题会议研究决策，经初步计算后，预计建立 300 亿信用保障基金可帮扶企业渡过难关。

据悉，河南信用保障基金属于《河南能源化工集团改革重生方案》的一部分，同时，工作领导小组正全力以赴推进企业改革重生。此外，该知情人士补充道，省政府也在和相关金融机构积极沟通，协调债务展期和降息等问题，这些问题协调好后，将会举行债权人会议。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：本周一至五公开市场操作完全对冲到期量，本周日有 561 亿元 TMLF 到期，本周缴税对资金面冲击较小，下周大概率延续宽松

1) 央行的公开市场操作：本周一至五公开市场操作完全对冲到期量，本周日有 561 亿元 TMLF 到期

本周央行公开市场累计进行了 500 亿元逆回购操作，本周共有 500 亿元逆回购到期，本周一至五逆回购完全对冲到期量；此外本周日（4 月 25 日）有 561 亿元 TMLF 到期。下周（4 月 26 日至 4 月 30 日）央行公开市场将有 500 亿元逆回购到期，其中周一至周五各到期 100 亿元。

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	-100	-100	-100	-100	-100
7 天	100	100	100	100	100
14 天	0	0	0	0	0
MLF (投放) 365D	0	0	0	0	0
MLF (回笼) 365D	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	0	0	0	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: 本周缴税对资金面冲击较小。央行本周一至五公开市场操作完全对冲到期量。四月份以来, 央行仍持续进行 100 亿元 7d 逆回购操作, 除了上周 TMLF 提前续作以及 700 万国库现金定存以外, 央行没有就 4 月份缴税进一步释放流动性。但目前来看今年资金面受缴税影响较小, 本周一、二大部分期限资金利率出现了小幅上涨, 周三开始隔夜以外期限资金利率均开始回落。银行间回购利率 R001 加权平均降至 1.9596%、R007 加权平均降至 2.1141%; 交易所回购利率 GC001 和 GC007 加权平均升至 2.2000%、2.3030%。

本周税期超预期宽松的原因可能是多方面的。**首先, 3 月末资金面已经处于较为宽松水平。**根据央行公布的 3 月份资产负债表测算, 3 月底超储率为 1.5%, 虽不及去年同期的 2.1%, 但是高于 2017 年、18 年以及 19 年 1.3% 的水平, 而超储率的增长可能源于就地过年政策下流通现金快速回收以及年初以来的财政投放, 不会像公开市场操作投放资金一样存在短期内回笼的情况, 更加稳定。**其次, 今年利率债供给节奏较慢。**今年年初以来地方政府债供应节奏较往年较慢, 一季度净融资占全年比重不及往年, 虽然四月份以来地方债开始加速, 但同时国债净融资又出现放缓, 导致 4 月份资金面基本延续了 3 月以来的宽松。**此外, 4 月份缴税额可能低于市场判断。**叠加过年及疫情反复, 今年一季度工业增加值不及预期, 总体经济运行情况可能相比去年四季度波动更大, 导致缴税额低于预期, 对资金面冲击也相应较小。

表 2: 本周货币市场利率 (%)

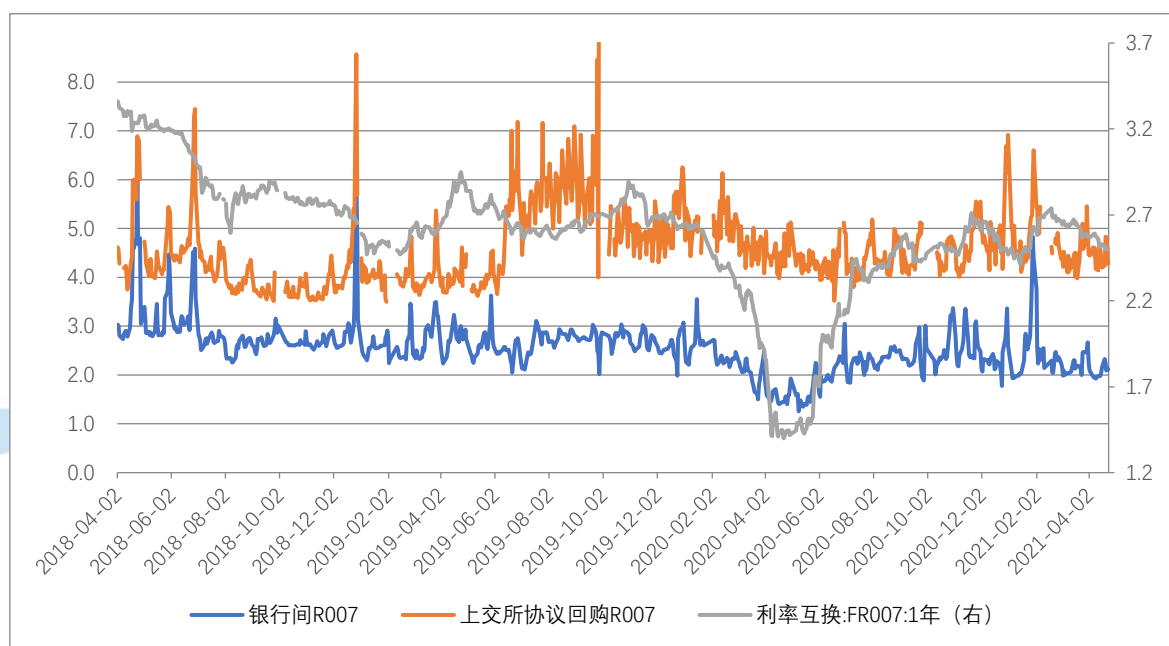
市场	代码	周一 (%)	周二 (%)	周三 (%)	周四 (%)	周五 (%)
银行间回购	R001	2.1117	1.8730	1.9048	2.1552	1.9596
	R007	2.3254	2.2360	2.0910	2.1456	2.1141
	R014	2.4493	2.4346	2.3516	2.3991	2.3743
	R021	2.6786	2.6821	2.5265	2.5257	2.6138
	R1M	2.6862	2.7487	2.8015	2.7677	2.6799
上交所协议回购	206001	4.2290	3.8920	3.8940	3.9010	4.2720
	206007	4.2410	4.8320	4.8260	4.6250	4.2720
	206014	4.1900	4.5930	4.5500	4.5290	4.5900
	206021	5.1660	5.3380	4.9620	4.8020	4.9190
	206030	6.8460	6.3040	6.6450	6.7040	5.8080
利率互换定盘: 1Y	FR007	2.5176	2.5022	2.4983	2.5030	2.5015

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：下周资金面冲击因素较少，资金面大概率延续宽松

本周虽为税期，但资金面受影响较小。同时本次税期央行公开市场投放较少，未来资金回笼也相对有限。下周虽然地方债供应量提升，但月底国债供应又有所下降，本周日到期的 TMLF 数量较小，预计对于资金面的影响不大。总体来看四月份最后一周冲击资金面的因素较少，叠加财政投放走款，资金面大概率延续宽松局势。

图 1：本周资金面受缴税影响较小 (%)



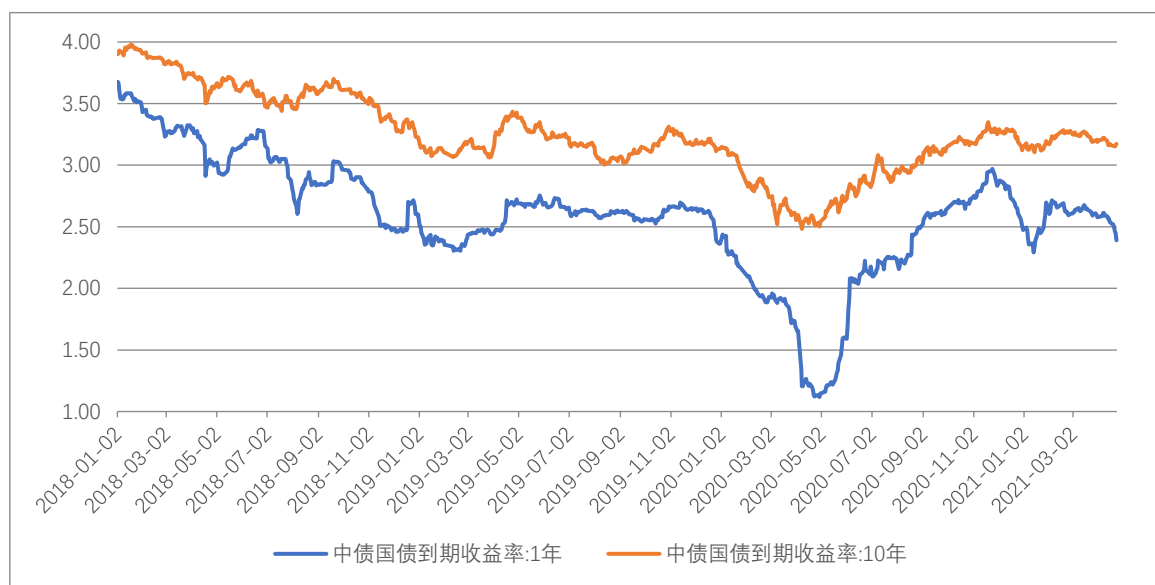
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析：资金面宽松并非央行有意为之，后续需关注利率债供给压力，市场利率或将在年中触顶

1) 利率债走势复盘：税期资金面延续宽松，债市情绪谨慎，长债收益率小幅震荡上行

本周进入 4 月缴税期，资金面整体宽松，小幅收敛，债市情绪谨慎，长债收益率小幅震荡。具体来看，周一，央行开展 100 亿元逆回购操作，当日 100 亿元逆回购到期，零投放，资金面早盘有所收敛，但 9 点半之后便宽松了下来，午后进一步宽松，在资金面宽松的推动下，国债期货快速拉涨，现券收益率跟随向下，但较期货稍显谨慎；周二，央行继续投放 100 亿对冲到期，公布 4 月份 LPR，一年期为 3.85%，五年期为 4.65%，均与上期持平，连续 12 个月维持不变，因此前 4 月份续作的 MLF 利率维持不变，因此 LPR 符合市场预期，债券市场消息面继续平静，长债收益率小幅上行；周三，央行延续对冲当日到期，缴税走款第二日，资金面继续宽松，消息面整体平静，央行的态度短时依旧难以判断，国债期货表现较为强劲，盘中接近 98，现券则稍显谨慎，仅微幅下行；周四，央行继续对冲到期，资金面平衡宽松，早盘时融出并不充裕，临近午盘，融出放量，午后全面宽松，债市消息面平静，虽然加拿大提前缩减 QE，但对全球债市无影响。今天资金面略有小幅的收敛，长债收益率小幅上行；周五，央行继续对冲到期，资金面早盘宽松，临近午盘略有收敛，午后进一步明显收紧，银行纷纷出来补充头寸，长债收益率小幅上行。全周 10 年国债活跃券 200016 累计上行 1.5bp，10 年国开活跃券 210205 累计上行 2.25bp。

图 2：本周 10 年期国债收益率上涨 (%)



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: 二季度后两个月利率债供给压力上升, 资金利率及资金面波动率预计有所抬升, 长债利率可能重回上行, 市场利率或也将在年中触顶

本周没有新增的经济数据, 重点放在资金面及利率债供给两个方面分析债市近期的走势。

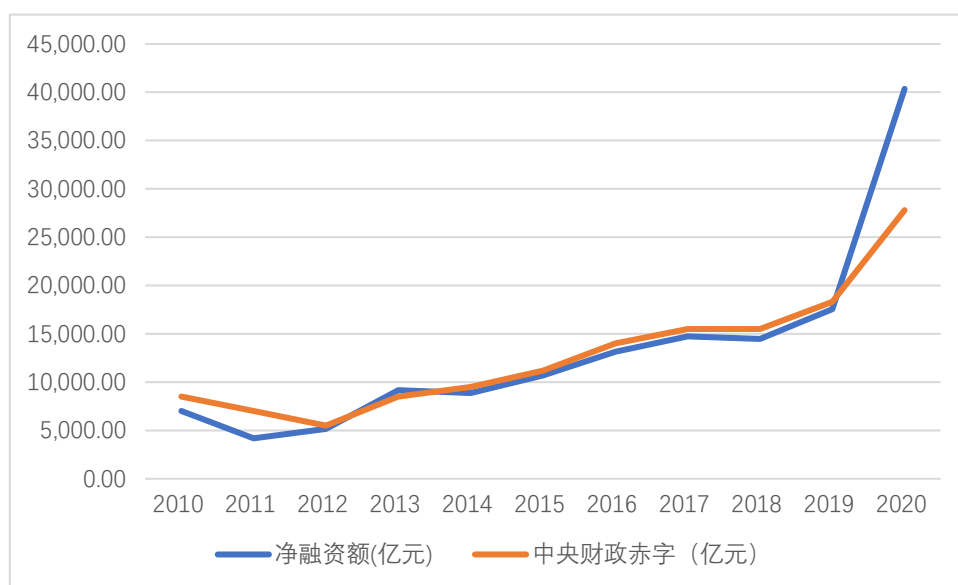
本周缴税走款日资金面未有明显收紧现象, 警惕下周税期之后意外收紧。今年以来央行流动性操作保持“结构性紧缺”的特点, 因此缴税节点是观测流动性“深度”的重要节点, 然而在央行没有任何明显对冲的情况下, 4月缴税时点的资金面却非常平静。4月是每年的缴税大月, 2017年和2018年的4月缴税均引发资金面大幅收紧, 而今年1月的缴税大月, 资金面也急剧收紧, 但是4月税期走款三日, 资金面持续宽松, 截至本周末, 资金面维持宽松状态。但是需要注意的是, 周五资金面有所收敛, 尾盘略紧, 周五资金紧张的情形并不多见, 警惕税期之后的流动性意外收紧。

从利率债供给节奏上看, 利率债净融资在4月下旬开始逐步走高, 预计二三季度供给压力有所加大, 资金面持续宽松的局面难以持续, 后续出现资金利率中枢的抬升和波动性加大, 债券市场可能会出现波折, 在加息概率较低的情况下, 市场利率大概率将在年中伴随经济高点见顶。PPI与十年期国债收益率存在长期共振关系, 一致性预期显示PPI高点将出现在今年5月份, 表明市场利率或也将在年中触顶。今年国债总供应量7.2万亿, 其中净融资2.65至2.75万亿。地方债供给规模可能达到7万亿元, 今年共有地方政府债2.67万亿元到期, 预计今年净融资额为4.34亿元。政策性银行债供给5.4万亿, 净融资2万亿元。供给节奏上, 一季度国债净融资节奏季节性偏弱, 压力尚未显现; 地方政府债一季度净融资占全年比重相较于往年较低, 预计未来净融资更多集中在二、三季度; 政金债今年一季度发行及净融资相较于往年均较高。

预计今年国债总供应量7.2万亿, 其中净融资2.65至2.75万亿。来三个季度国债净融资额将会较一季度将会明显增加。

今年财政预期目标中中央财政赤字为2.75万亿。从历史来看, 国债净融资额基本略小于财政预期目标中的中央财政赤字, 仅在2013年及2020年国债净融资额超过了预期中央财政赤字, 其中2013年超过数额较小, 为665亿元, 2020年超过数额为13553亿元, 但其中包含10000亿元的特别国债。考虑到2020年情况特殊, 以及今年的政策基调, 我认为今年的国债净融资额会等于或小于预期财政赤字。

图 3: 近十年国债净融资额与预期中央财政赤字对比 (亿元)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

年内发行且到期的国债主要为贴现国债, 期限分为 3 个月 (91D) 以及 6 个月 (182D)。其中 3 个月贴现国债每周发行, 6 个月贴现国债每月发行。根据财政部发行的一、二季度国债发行计划以及对三季度的推算, 预计年内发行且到期的 3 个月贴现国债 35 期, 6 个月贴现国债 6 期。今年以来贴现国债每期金额较少, 3 个月期平均每期额度 211 亿元, 6 个月期平均每期额度 238 亿元, 且均存在下降趋势。若假设其他年内发行且到期的贴现国债平均额度为 200 亿元, 则预计年内发行且到期的贴现国债总量为 8500 亿元。

此外截至 4 月 22 日年内共有 39905 亿元国债到期, 减去今年已经发行且将于年内到期的贴现国债 3903 亿元, 则从年初的时点来看年内共有 36002 亿元国债于 2021 年到期。

三项加总后预计今年国债总供应量 7.2 万亿, 其中净融资 2.65 至 2.75 万亿。

从历史上来看, 月度国债净融资基本大于-500 亿元, 应对到期的国债发行于到期日之间错位一般不大, 可以预测今年每月的国债供给为基本为续作到期量加净融资量。同样从往年数据来看, 一季度国债净融资一向较少, 主要原因为一季度财政预测还未确定, 国债发行多以续作到期量为主。剩余三个季度中四季度国债净融资较为集中。今年一季度虽然国债发行额达到了 1.44 万亿元, 但是同时国债到期量为 1.34 万亿元, 净融资额仍很低, 季度净融资占全年比重与往年差别不大。

表 3: 近五年月度国债净融资占全年比重 (%)

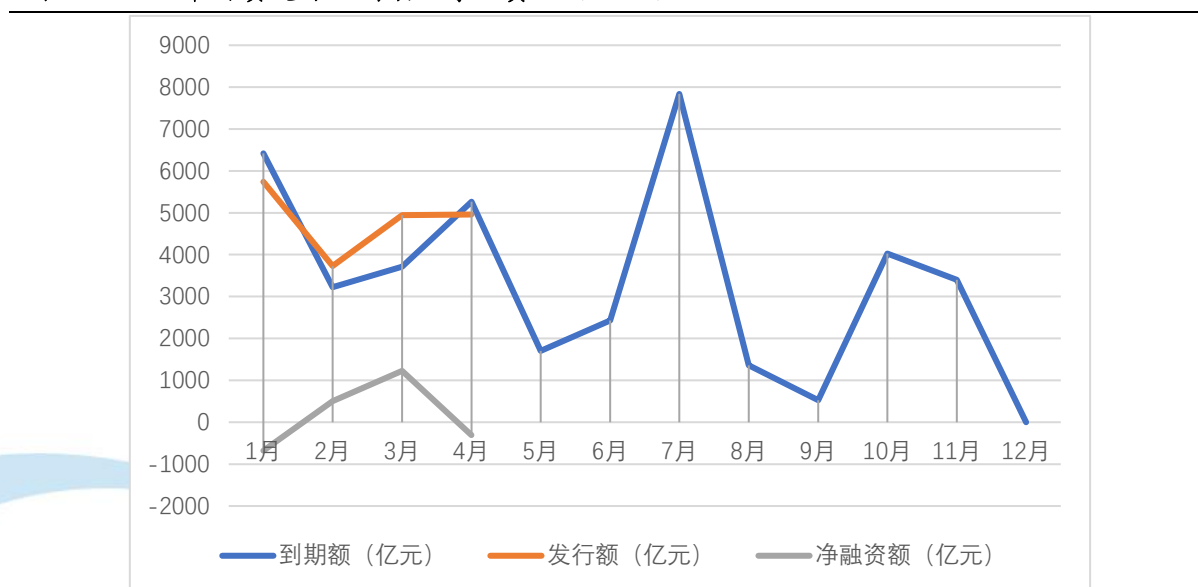
	2017	2018	2019	2020	2021
1月	4.30%	1.69%	0.97%	-2.91%	-2.47%
2月	-1.38%	-1.52%	1.76%	0.70%	1.84%
3月	-3.58%	-1.98%	-3.17%	5.74%	4.46%
4月	11.93%	14.94%	11.14%	1.77%	-1.11%
5月	7.14%	-1.25%	13.54%	8.30%	
6月	13.35%	12.21%	5.19%	13.56%	
7月	13.02%	14.04%	7.64%	12.48%	
8月	4.48%	11.14%	13.30%	10.40%	
9月	12.29%	11.71%	7.04%	11.24%	
10月	17.00%	12.28%	9.25%	9.67%	
11月	10.01%	5.30%	15.24%	14.06%	
12月	11.44%	21.45%	18.11%	14.99%	

资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

注: 2021 年全年净融资额按预算赤字 2.75 万亿元计算

从今年的到期额来看，今年国债将于4月、7月、10月迎来到期高峰。从净融资额来看，今年一季度国债融资节奏与往年接近，随着财政预算的确定，未来三个季度国债净融资额将会较一季度将会明显增加。从4月份国债发行计划来看，4月份国债净融资额为-306亿元，低于历史水平，今年约94%的国债净融资额将集中在之后的八个月。总体来看目前的国债发行节奏必然意味着之后国债发行更为集中，可能会造成净融资额在二季度剩下两个月出现较为明显的提升。

图 4：2021 年国债发行、到期及净融资额（亿元）



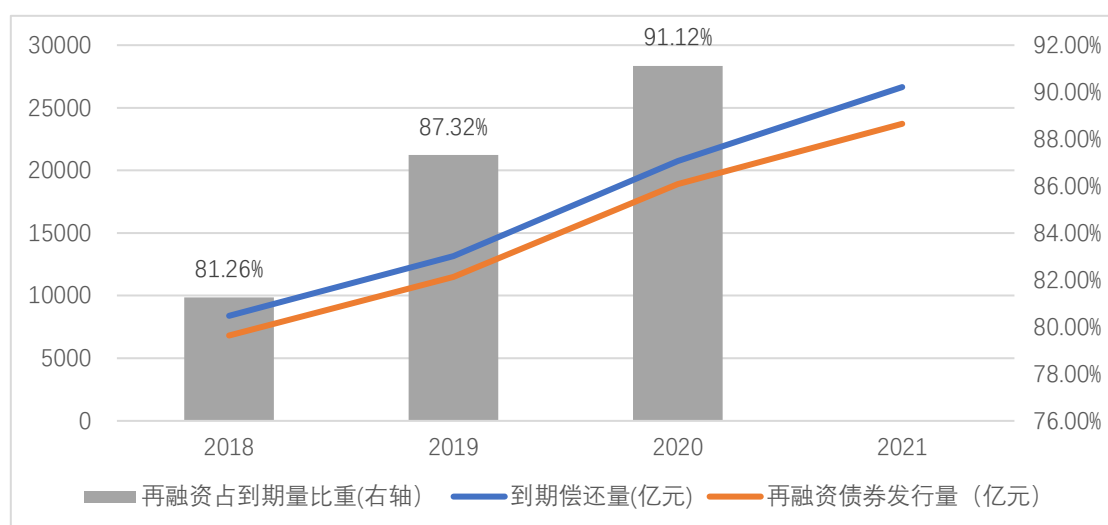
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

预计今年地方债供给规模可能达到7万亿元，今年共有地方政府债2.67万亿元到期，预计今年净融资额为4.34亿元，今年80%至85%的净融资将集中在第二和第三季度。

类似于国债，全年新增地方政府债基本与财政预算中的额度基本相同，其中新增一般债对应地方财政赤字，新增专项债发行量对应新增地方政府专项债券规模，以此推算，预计今年新增地方政府一般债券0.82万亿，专项债券3.65万亿元。另外2020年下达的2000亿元额度中小银行专项债剩余部分预计于今年发行，额度约1650亿元。

地方债再融资额度一般小于当年到期偿还量。根据往年18、19、20三年地方政府债到期量与当年再融资债券发行量来看，再融资规模在当年偿还量的80%-90%之间，且有逐年上升的趋势。若按照今年再融资规模为全年地方政府债到期规模的89%计算，则今年地方政府再融资债券规模约为2.37万亿元。

图 5：近年地方政府债到期偿还量与再融资债券发行量比较（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

注：2021 年再融资债券发行量为预测值（财政部目前未公布额度）

2020 年末发行了部分募集资金用途为“偿还存量债券的再融资债券”，根据对应省份 2020 年预算执行情况来看这批债券额度为 2020 年底所批，可以跨年使用。信达证券研报分析本批债券作用类似前几年的置换类地方政府债，主要用于置换地方政府隐性债务。今年一季度此类债券发行规模达 4500 亿元。若考虑作用为偿还存量债券的再融资债券，今年的再融资债券规模可能会更高。

综合来看今年地方债供给规模可能达到 7 万亿元，今年共有地方政府债 2.67 万亿元到期，预计今年净融资额为 4.34 亿元。（不考虑上一段的情况）

从历史上来看，地方政府债多数月份净融资额为正，且前两年净融资量多集中于前三个季度，第四季度发行量及净融资额均较少。相比前两年，今年一季度净融资额较少，若按照历史规律四季度基本不进行净融资的话，今年 80%至 85%的净融资将集中在第二和第三季度。而根据前文的测算，今年净融资额约为 4.34 万亿元，与去年相当，因此今年二、三季度地方政府债净融资可能达到 3.6 万亿元。（若考虑偿还存量债券的再融资债券的情况，净融资额可能会更多）

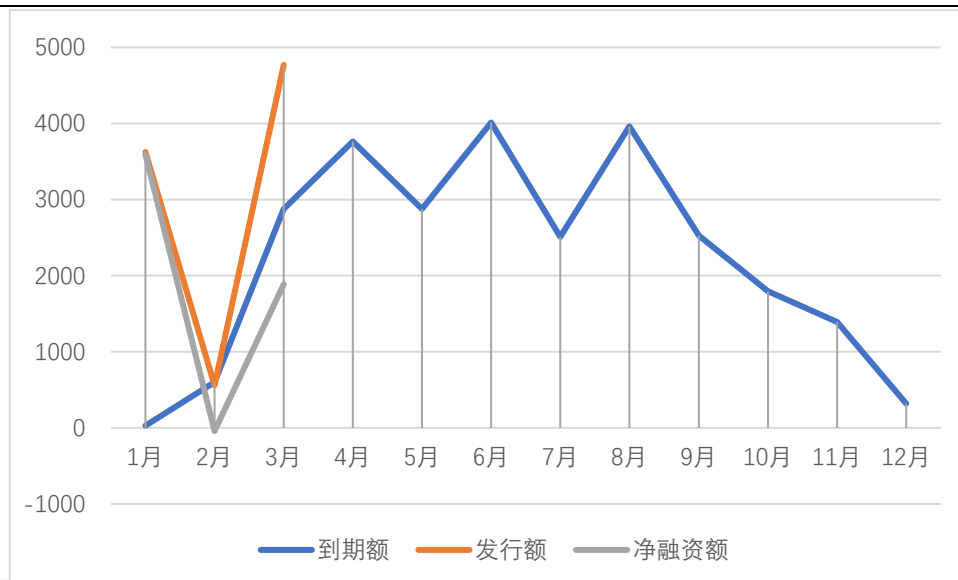
表 4：近四年地方政府债净融资额占全年比重（%）

	2018	2019	2020	2021
1月	0.00%	13.72%	17.97%	8.28%
2月	0.86%	11.09%	10.03%	-0.10%
3月	5.74%	15.66%	6.68%	4.35%
4月	9.07%	1.97%	5.00%	
5月	10.15%	7.08%	26.72%	
6月	11.76%	21.41%	-1.13%	
7月	19.59%	14.50%	0.02%	
8月	23.01%	11.44%	21.58%	
9月	17.76%	3.91%	10.95%	
10月	4.36%	0.42%	5.16%	
11月	-3.43%	-1.34%	-5.68%	
12月	1.12%	0.13%	2.71%	

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

注：2021 年全年净融资额按 4.34 万亿元计算

图 6：2021 年地方政府债发行、到期及净融资额（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

政策性银行债全年供给预计 5.4 万亿，今年政金债净融资可能向一季度集中。

今年年初以来政金债供应较好，一季度政金债净融资额 5911 亿元，为近五年来最高。从历史上来看，政金债净融资主要集中在第二季度，三、四季度较为平均。今年政金债净融资可能向一季度集中。

表 5：近年政策银行债净融资额占全年比重（%）

	2017	2018	2019	2020
1月	-1.37%	-7.87%	11.10%	-0.24%
2月	11.09%	13.25%	9.08%	5.62%
3月	8.17%	10.57%	4.02%	9.11%
4月	6.37%	-2.01%	2.35%	0.40%
5月	0.86%	30.65%	11.64%	14.40%
6月	6.62%	8.93%	16.64%	15.23%
7月	-0.30%	-4.50%	0.49%	19.35%
8月	18.35%	10.76%	14.91%	8.87%
9月	15.37%	14.00%	7.22%	5.38%
10月	11.27%	4.94%	8.15%	8.33%
11月	13.35%	11.59%	4.26%	7.73%
12月	10.23%	9.70%	10.14%	5.83%

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2.3 存单与信用债分析：信用债发行增长，收益率继续下行

1) 一级市场发行：存单净融资额环比下降，信用债发行量和净融资额环比增长

同业存单方面，本周同业存单发行量约 6,665.30 亿元，环比增长 19.22%，到期量约 4,632.70 亿元，环比增长 58.26%，净融资额 2,032.60 亿元，环比下降 23.68%。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 1.67bp 报 2.437%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 8.66bp 报 2.6018%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 1.85bp 报 2.8389%，9M 存单平均发行利率较上周下行 2.81bp 报 2.9319%。

信用债方面，本周非金融企业短融、中票、企业债和公司债合计发行约 3,917.70 亿元，环比增长 28.01%，到期量约 3,352.06 亿元，环比增长 24.42%，净融资额为 565.64 亿元，环比增长 54.45%。

2) 二级市场走势及信用利差：各评级和各期限信用债收益率多数下行

信用债二级市场方面，除 AA 级 3 年期收益率较上周上行 1.71bp 外，其余各评级和各期限信用债收益率下行约 2~8bp，其中 AA+ 级 5 年期（-8.09bp）、AA 级 1 年期（-7.81bp）和 AA 级 5 年期（-6.09bp）收益率下行幅度较大。

表 6：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	2.954	14.70%	-3.81
信用债（AAA）：3 年	3.460	20.20%	-3.28
信用债（AAA）：5 年	3.701	17.90%	-5.09
信用债（AA+）：1 年	3.102	12.00%	-5.81
信用债（AA+）：3 年	3.758	24.40%	-2.29
信用债（AA+）：5 年	4.000	18.10%	-8.09
信用债（AA）：1 年	3.402	14.10%	-7.81
信用债（AA）：3 年	4.208	32.30%	1.71
信用债（AA）：5 年	4.520	21.80%	-6.09

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

评级利差方面，本周 AAA 与 AA+ 之间利差较上周走阔 1bp 至 30bp，AA+ 和 AA 之间的利差较上周走阔 4bp 至 45bp。

图 7：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，城投债信用利差与上周基本持平（+0.18bp），仍处于2013年以来的32%历史分位数水平；产业债多数行业利差走阔，走阔幅度最大的前五个行业为计算机（+20.60bp）、休闲服务（+11.33bp）、航运（+10.87bp）、机械设备（+10.35bp）和商业贸易（+8.22bp），港口、化工、医药生物、建筑装饰、传媒5个行业利差小幅收窄0.33~1.23bp，计算机（100%）、汽车（100%）、轻工制造（100%）、钢铁（91%）和农林牧渔（86%）行业利差处于较高历史分位数水平。

区域利差方面，20个省份城投债信用利差较上周走阔，走阔幅度最大的前五个省份为宁夏（+30.99bp）、天津（+7.99bp）、福建（+5.359bp）、上海（+4.79bp）、湖南（+4.71bp）；9个省份城投债信用利差收窄，山西、吉林、山东分别收窄10.75bp、-6.21bp、-4.95bp，青海、内蒙古、江西、河南、辽宁、浙江收窄幅度在3bp之内；天津、广西、青海、贵州、黑龙江、云南、吉林七省信用利差高于96%历史分位数水平。

2.4 可转债分析：权益市场震荡上行，转债市场随权益市场上涨，关注碳中和供给侧、顺周期、盈利改善的优质赛道、绩优个券、资质较好的低估值券等

1) 可转债的走势复盘：权益市场震荡上行，转债市场随权益市场上涨，一级节奏加快

本周权益市场一改前几周下跌趋势、震荡上行，全周看上证指数本周收于3474.17上涨1.39%，深证成指本周上涨4.60%，创业板指本周上涨7.58%，中小100本周上涨5.38%。可转债市场整体趋势与权益市场基本一致、震荡上行，本周上证转债上涨0.37%至330.21，深证转债上涨1.58%至264.30，中证转债上涨0.72%至371.43，其中，小康转债、森特转债、维格转债、英科转债、中矿转债等领涨，溢利转债、博彦转债、迪龙转债、联泰转债、飞鹿转债等领跌，近七成转债录得上涨行情。一级方面，仙乐转债、晶科转债两只转债发行，昌红转债、乐普转2、正丹转债、盛虹转债、温氏转债、东财转3、洋丰转债、九典转债、杭银转债、中钢转债、万讯转债十一只转债上市，仅周五就有六只转债同时上市，规模高达330亿，一级节奏明显加快。

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和隐含波动率相较上周震荡小幅上行。

图8：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：权益市场后市呈现宽幅震荡的可能性较大，目前转债估值水平适中，关注碳中和供给侧、顺周期、盈利改善的优质赛道、绩优个券、资质较好的低估值券等

本周虽然权益市场收涨但波动较大，后市呈现宽幅震荡的可能性较大，中小创整体优于大盘股，短期中小市值在经济复苏之下盈利改善弹性较大。此外，近期市场主题行情较为明显，但炒作行情相对较短，宜关注有实质业绩和景气度影响的题材，重点关注碳中和供给侧等。目前从一季报披露情况看，各板块的盈利有不同程度的改善，制造、能源、材料等改善最明显。

转债市场升温，成交额显著增加，受到权益市场的影响，转债市场整体估值水平小幅提升。但目前转债估值水平适中，高低价估值向合理区间回归，仍有较好的保护作用，转债市场表现得更加平稳，安全性较高。随着年报逐渐披露，一方面可以着眼于周期类收尾行情；另外，个券业绩超预期可能产生提振作用。短期建议关注中间价位，以及正股和转债估值调整合适的弹性标的，行业方面关注估值合理景气度较高行业，以及优质赛道如医药、消费、新能源、半导体等调整下的机会。后续投资者可考虑以下配置方向：1) 有实质业绩和景气度影响的题材，重点关注碳中和供给侧；2) 顺周期类收尾行情；3) 盈利改善的优质赛道，如医药、消费、制造、能源、材料等；3) 关注正股业绩较好的转债；4) 转债市场整体估值水平适中，建议关注资质较好的低估值券。

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：大消费表现强势，节后或选择方向，关注绩优股和超预期成长及主题性机会。

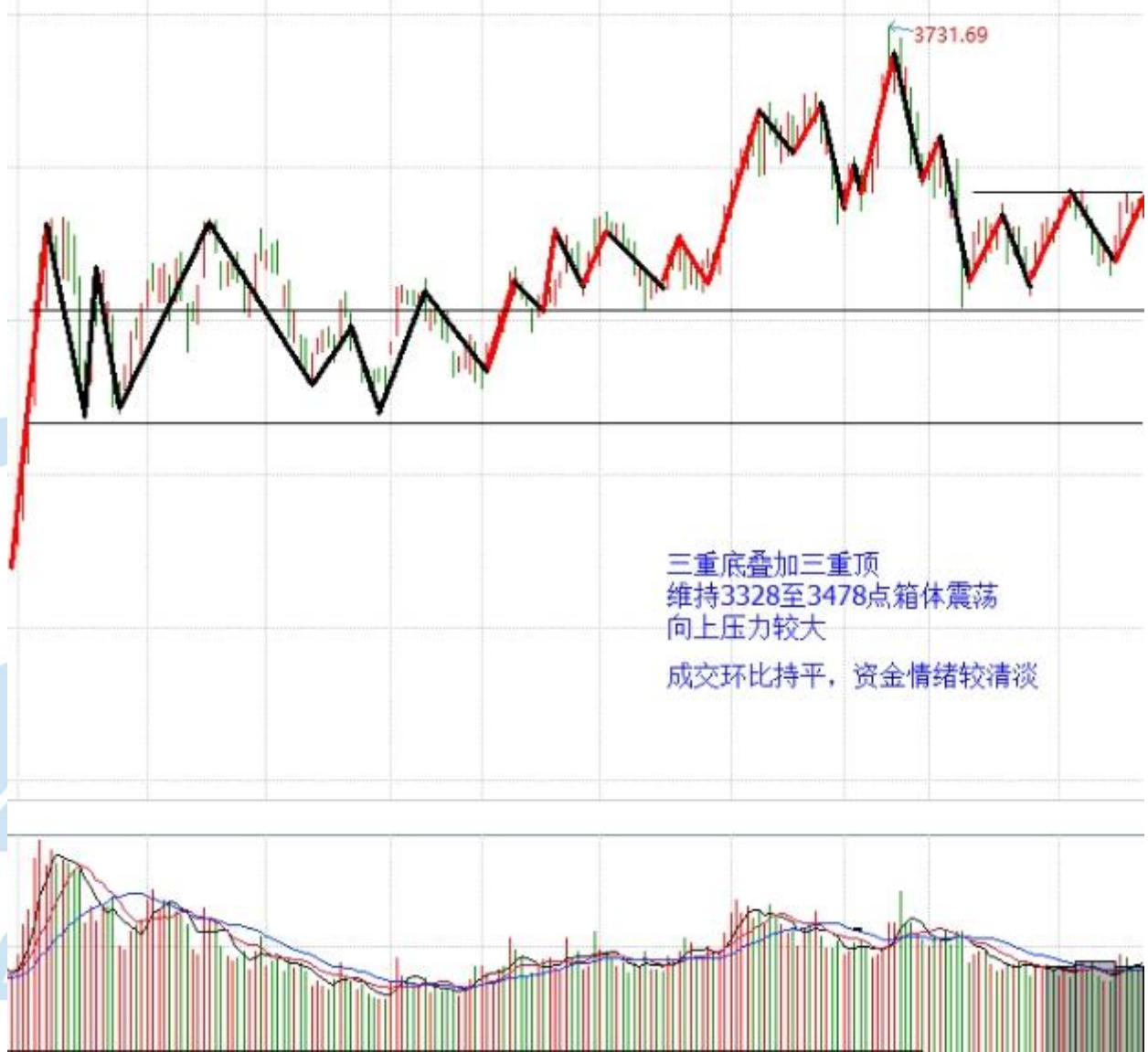
1) 权益市场走势复盘——创蓝筹与大消费共舞，长久期资产率先突破

本周市场强势反弹，整体表现为深强沪弱。上证综指最终报收 3474.17 点，本周上涨 1.39%。同期深证成指和创业板分别上涨 4.60% 和 7.59%。量能方面，上证交易量环比持平。继上周强势股补跌后，空头压力得到释放，本周以创业板 50 与大消费等长久期高景气核心资产为主向上突破。

市场结构方面，随着一季报业绩的公布，大消费板块整体超预期，板块轮动较快，上周表现强势的防守型低估值资产本周补跌。市场风格方面，小市值资产的弹性逻辑有所强化，大盘蓝筹股略强于中小盘股，核心资产卷土重来。本周沪深 300 上涨 3.41%，中证 1000 上涨 1.94%，随着美债利率向上预期的不断反应入价格中，长久期核心资产逐渐适应利率的波动。本周北向资金合计买入 210.24 亿元，外资大幅增持。

行业方面, 30 个中信一级行业中 18 个实现上涨, 综合医药、电力设备及新能源、食品饮料分别上涨 6.55%、6.49%和 4.35%。12 个行业下跌, 商贸零售、房地产、建筑分别下跌 2.18%、1.99%和 1.89%。总体来看, 风险偏好明显回升, 盘面再次表现增量资金净流入的状态。

图 9: 大盘三次探顶, 顶部压力较大



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

本周, 美股三大指数较上周均小幅下跌, 道指本周下跌 0.46%, 报 34043.4900 点, 纳指本周下跌 0.25%, 报 14016.8100 点, 标普 500 指数本周下跌 0.13%, 报 4180.1700 点。

本周美国三大股指均呈波动下跌的态势, 周五又出现了较大幅度的反弹, 其中标普 500 盘中创纪录新高, 但截至收盘三大股指均未收复本周跌幅。本周越来越多的公司公布了一季度财报, 其中近 8 成公司业绩好于预期。另外本周拜登称考虑上调资本利得税率以及针对高收入人群的税率, 该言论发表后周四美国三大股指出现了较为明显的下跌, 但是周五该信息被市场快速消化, 部分专业人士认为由于民主党在国会

中优势微弱，拜登增税法案最终落地较为困难。此外受本周比特币价格下跌影响，美股区块链板块出现了较为明显的调整。

图 10：美股三大股指走势



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——大消费表现强势，节后或选择方向，关注绩优股和超预期成长及主题性机会。

3月公共财政收入大幅提升，经济恢复韧性较强。近期财政部发布财政收支数据显示，一季度经济持续稳定恢复推动财政收入实现较快增长，全国一般公共预算收入57115亿元，同比增长24.2%。同时全国一般公共预算支出58703亿元，同比增长6.2%，重点领域支出得到保障。从税收收入分项来看，增值税和个人所得税对3月财政税收收入增长贡献较大，体现了我国工业企业部门的复苏和居民收入随经济复苏恢复性增长。

公募基金规模创新高，同时并未大幅减仓，增量资金复苏可期。4月22日，公募基金一季报披露完毕，规模突破21.79万亿元，环比增幅为8.12%。在持股集中度继续上升的情况下，基金重仓方向转变，资金流向估值更为合理的金融、公用事业等板块。一季度，公募基金维持高位运作，与去年四季度末相比，全部基金平均股票仓位从73.15%微降至72.50%，仅下降不到1个百分点。开放式基金平均股票仓位为72.32%，其中股票型开放式基金平均股票仓位为87.82%，混合型开放式基金平均股票仓位为69.24%，均下降不超过1个百分点。此外，公募基金“抱团”依旧。数据显示，一季度公募基金持股集中度进一步提升，由去年四季度末的59.37%微升至61.23%。我们认为市场过度反应基金抱团负反馈效应，预计增量资金加速入场可期。

稳外资硕果累累，投资中国成必选项，驱动长期价值牛市。我国对外资的吸引力不减。商务部日前发布的数据显示，今年一季度，我国吸收外资规模同比增长39.9%，从一定程度上可以反映出全球投资者乐于投资中国市场。从中国美丽商会发布的2021年度《中国商务环境调查报告》中也可得到佐证：61%的受访企业仍视中国为首选投资目的地，且对中国向外资企业进一步开放市场的前景充满信心。随着中国资本市场的开放，权益时代价值长牛可期。

地产销售投资韧性较强，关注地产后周期投资机会。2021年1-3月，商品房销售金额38378亿元，同比增长88.5%，较2019年1-3月份增长41.9%，两年复合增速19.1%。销售端一季度取得优异成绩，信贷

投放量较大，并且开发商保持较大的推盘力度，加速回款，市场供需旺盛。我们预计在中国地产竣工端叠加美国地产双周期共振的影响下，持续关注地产后周期带来的投资机会。

本周资金情绪回暖，北上资金大幅增持。本周北向资金合计买入 210.24 亿元，外资大幅增持 A 股资产。截止周四的两融数据，本周融资净买入 114.82 亿元，内资交易情绪回暖。Wind 茅指数暴力上涨 6.98%，一阳包二阴，突破前期高点，交投环比放大。

展望后市，市场已消化利率上升与流动性紧缩带来的杀估值影响，指数向下突破的可能性已不大。以白酒、食品、医药为代表的大消费品种一季度业绩超预期有效对冲估值向下的压力，带领“茅”资产复苏。短期大盘预计在 3328 至 3494 点箱体弱势震荡，随着一季报窗口期的结束，市场或选择方向。小市值公司受益于低估值加业绩高弹性组合表现较强，持续关注小市值业绩弹性的标的。长期来看权益时代的大逻辑依旧存在，待市场消化阶段性估值泡沫后，有利于 A 股再次向上突破。

策略方面，持续关注服务性消费复苏主线、全年业绩加速或反转优质个股，同时或挖掘主题投资机会。淡化指数涨跌，把握结构性机会，市场风格由业绩确定性转至业绩弹性。投资者应保持定力，减少追涨杀跌。战术方面不易追涨杀跌，或以高抛低吸把握波动性机会。行业配置上，当下可重点关注具有顺周期涨价逻辑的行业和个股，同时可以开始结构性地在左侧为利率见顶后成长科技的机会做准备。

3.2 黄金市场分析：部分地区疫情恶化、美债收益率回落支撑金价，但强劲的美国经济数据也抑制金价上涨，金价继续维持震荡走势

本周金价整体变动不大，维持震荡走势，1800 美元/盎司是金价上涨明显的一个压力线。周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日下跌 5.95 美元，或-0.33%，收报于 1781.8 美元/盎司，但全周仍上涨 0.41%；美国 COMEX 黄金期货结算价下跌 4.2 美元，或-0.24%，收报于 1777.8 美元/盎司，全周累计微跌 0.13%。

图 11：金价变动不大，伦敦金现上涨，但 COMEX 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

市场对印度巴西等国疫情快速恶化的担忧情绪和美债收益率有所回落为金价提供了上涨动力，但美强势的经济数据和市场表现等因素也对金价上涨不利。

市场对部分地区疫情恶化的担忧情绪增加给具有避险作用的黄金带来一定新增需求，可以看到本周除欧洲外几乎所有地区的病例数都在上升，病例数增长最快的地区在亚洲，印度疫情恶化最严重，单日新增

和死亡人数急速增长，医院处于超饱和状态，医疗物资短时间内面临短缺，加剧了疫情状况。日本因为东京和大阪等地区疫情出现恶化现象，也于本周宣布再次进入紧急状态。另外，由于一些疫苗出现负面问题，欧美等国家开始暂停接种问题疫苗，拖延遏制疫情的进展，也加剧市场对疫情的担忧程度。

另外一个支撑金价的因素是美债收益率的下跌，上半周美债收益率曾一度涨至 1.6% 以上，但因为拜登政策宣布正考虑将资本利得税率上调近一倍，打压了市场风险偏好，导致美债收益率周四再次下跌，至 1.542%。

不过市场也有一些不利于金价的因素，主要是美国公布的经济数据较为强劲。一是美国就业数据再度表现良好，美国劳工部周四公布的数据显示，上周初请失业金人数降至 13 个月低点，表明企业裁员正在减少，劳动力市场和经济正在复苏。二是美国经济出现加速迹象，受益于美国政府 1400 美元刺激支票发放，3 月美国零售销售月率增长 9.8%，为去年 5 月以来最高水平。

短期内金价将继续呈震荡走势，中长期金价在高通胀预期下将维持上涨趋势。我们看到短期内，金价走势主要取决于全球疫情变化、美债收益率和美元的表现。印度和日本均宣布对疫情严重地区进行封锁，将在一定程度上减缓疫情发展，而且市场对疫情的反应越来越不敏感，但疫情或有继续恶化的可能，市场对此仍不可避免有一定担忧。美债收益率近期出现技术性回调，在 1.5%-1.6% 之间震荡，呈现一定的疲软状态，这对前期承压的金价有利。美元指数在跌至七周最低后开始反弹，则对金价产生不利。不过中长期，尽管消费和就业市场表现强劲，但美国经济包括全球整体经济仍未恢复到疫情前水平，预计美联储包括下周美联储会议仍将维持当前量化宽松政策，在供给端仍受限下，通胀水平或将继续升高，刺激金价在中长期内缓慢上涨。

3.3 原油市场分析：地区疫情恶化、库存意外增加、美元走强等因素导致油价下跌

周五，布伦特原油期货合约结算价较前一交易日上涨 0.71 美元，或 1.09%，收报于每桶 66.11 美元，但全周累计仍下跌约 1%；美国 WTI 原油期货合约结算价上涨 0.71 美元，或 1.16%，收报于每桶 62.14 美元，全周累计下跌 1.57%。

图 12：疫情担忧和美元走强导致油价下跌（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周油价小幅回落，一方面市场对疫情恶化的担忧情绪，原油库存意外增加给油价带来一定的短线压力，另一方面美元在跌至七周低点后触底反弹也使得油价承压。不过 OPEC+ 不计划在短期内增产，维持此前减产承诺，仍对油价提供一定支撑。

对疫情恶化的担忧情绪带给油价一定压力。除欧洲外，所有地区的病例数都在上升，病例数增长最快的地区在亚洲，全球第三和第四大石油进口国印度和日本出现疫情快速恶化，印度单日新增和死亡人数连续破历史记录，形势几乎失控，日本在两个最大且经济上重要的都会区东京和大坂疫情出现恶化后也宣布进入紧急状态。

市场公布的原油库存数据超预期，表明原油需求复苏正在放缓。EIA 本周公布的数据显示，截至 4 月 16 日当周，美国原油库存实际增加 59.40 万桶，市场预期减少 355 万桶，前值减少 589 万桶。API 原油库存也意外增加 43.6 万桶，预期为减少 286 万桶。

另外，美元指数在触及近七周最低后，从周二开始反弹上涨，由于美元指数和油价呈反向关系，美元走强也进一步压制了油价。

短期内油价将维持震荡走势，未来油价还有进一步上涨空间。尽管许多国家已经在一段时间内接种疫苗，但全球仍未摆脱疫情不利影响，印度和日本疫情也有进一步恶化甚至失控风险，市场担忧仍存，这在短期内对油价不利，将对油价产生承压。全球经济整体处在疫后复苏阶段，未恢复到疫情前水平，随着新冠病毒疫苗的陆续推出，封锁解除，休闲旅游和商务旅行恢复，预计今明两年经济将持续处于复苏状态，原油需求应该会反弹，市场预计到 2022 年底，原油需求将比目前水平多增 700 万-800 万桶/日，我们认为年底前油价将升至每桶 70 美元以上。供给方面，OPEC+ 已决定从 800 万桶/日的减产中小幅恢复 200 万桶/日的生产，面对需求回升，OPEC+ 已经变得更加谨慎，不会轻易增加产量，因为一旦需求不及预期，协调减少产量的难度更大，因此 OPEC+ 增产将是非线性和滞后的，对油价具有较强的支撑作用。

3.4 黑色产业链分析：需求旺季和环保限产导致的供需偏紧推动黑色系价格持续上涨

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周同期每吨上涨 117 元，收报于 5248 元/吨，涨幅 2.8%；焦炭价格每吨上涨 130 元，收报于 2602.5 元/吨，涨幅 2.36%；焦煤价格每吨上涨 102.5 元，收报于 1749 元/吨，跌幅 4.67%。

图 13：供需偏紧，黑色系价格继续上涨（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

需求保持强劲，同时碳中和长期预期下产能增长有限，推动螺纹钢价格继续上涨。中期需求依旧维持韧性，地产、基建投资表现良好，制造业投资继续回升，机电产品出口保持高速增长，产量有明显回升，但进入4月下旬终端需求面临着一定季节性转弱的压力，加上价格高位限制需求释放，降库速度放缓。后续看，需求的环比走弱和库存降速反映近期供需有阶段性边际走弱迹象，螺纹钢价格有一定调整压力，或将呈震荡走势。

下游钢厂需求回升导致焦炭库存继续下降，叠加焦炭现货第二轮提涨，市场情绪进一步好转，对焦炭价格形成支撑，短期焦煤焦炭维持偏强运行。焦企第一轮提涨100元后，部分焦企开启第二轮提涨，企业生产积极性较高，但受制于碳中和下环保政策收紧，山西环保去产能扰动不断，主要集中于晋中市，导致部分高质量焦炭供不应求。下游钢厂需求，由于利润高企，钢厂主动补库意愿强烈，对焦炭采购积极性较高。预计近期内焦炭仍维持偏强运行。

上游原材料焦煤现货市场稳中偏强运行，山西产地焦煤上涨较快，带动期价上涨。近日国内产量受保供与安全多重影响，总体新增有限，中澳关系紧张，澳煤进口放松无望，需求方面下游焦炭产能增加，被动减产产量下降，真实需求有所下降，鉴于焦煤需求较好、供应增量有限，焦煤期价将有支撑。

3.5 人民币兑美元汇率分析：美国国债收益率小幅下跌，美元指数恢复2月末水平，人民币兑美元汇率持续上涨

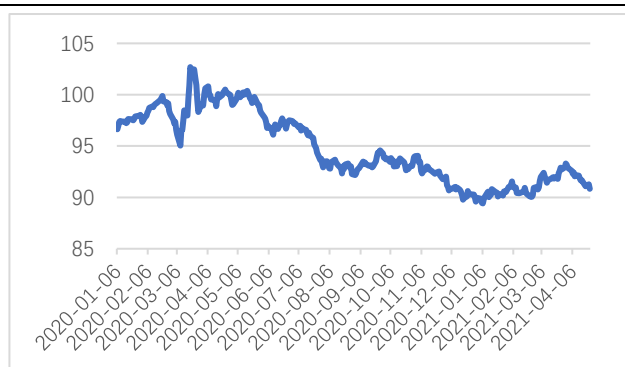
本周，人民币兑美元汇率中间价报6.4934，较上周上涨0.5452%。即期汇率报6.4936，较上周上涨0.4497%。美元指数报90.8295，本周跌0.71。

本周美元延续了前两周的跌幅。从美国经济状况来看，美国经济恢复仍较为平稳，最新的周初次申请失业金人数好于预期，续请失业金人数也少于上周。同时过去一周美国的每日新冠新增确诊人数有所减少，总体来看未来经济恢复不确定性有所降低。市场逐步消化“通胀将促使美联储提前退出宽松政策”的预期，本周美国十年期国债收益率变动较为平稳，较上周小幅下跌，美元指数也逐步脱离前一月美国国债收益率上涨带来的行情，基本回落至2月末水平。人民币兑美元汇率相应上涨。预计未来中美作为新兴市场以及发达经济体中从疫情恢复的领先国家，其相对经济复苏情况以及央行货币政策仍将是影响两国货币汇率的主导因素，随着对于两国的货币政策预期趋于稳定，未来人民币兑美元汇率走势可能回到今年较早的波动行情。

图 14：人民币兑美元汇率中间价上涨



图 15：美元指数下跌



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	小盘价值	超配	小盘价值占优一般都出现在经济加速上行而利率也同时加速上行。同时中小价值占优的环境往往意味着市场缺乏指数型机会，市场从追求盈利确定性转为盈利弹性。投资者需要更加看重公司的边际改善和年内业绩超预期的可能性。
	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。一季报业绩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阶段性估值压力风险，短期存在一定估值透支成长；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、在疫情后成长快速恢复的公司。
	金融	标配	宏观政策持续强调“房住不炒”，并不断加强对房地产市场的调控力度，国内主要城市房价下行风险有所加大，随之市场对银行资产质量的担忧近期有所增加。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，中期将受益于宏观经济的持续修复，我们认为其业绩仍有保障，股息率高下长期配置价值依旧明显；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。考虑到资产质量方面的担忧，短期调整为标配。重点关注板块中的优质龙头。
	科技	标配	科技产业发展是建立我国经济全球竞争力的最重要依靠，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，有望延续长期高成长。考虑到，当前优质科技股估值水平仍偏高，目前正处于回归途中，暂维持标配。建议在估值水平回落后再增加配置，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	中央政治局会议提出“国内国外双循环”，内需消费和服务成为国内经济增长的最核心驱动力。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，故暂维持标配。建议重点关注估值合理的优质品牌消费公司。
固收	现金类资产	低配	经济逐步回暖及 PPI 企稳，债券收益率回升，近期各大不确定事件逐一落地，金融市场大幅波动的概率降低，使得现金类资产短期缺乏吸引力。
	长端利率债	标配	上半年经济复苏动能较足，全球通胀预期抬升，金融条件将呈现信贷趋紧，流动性中性，二季度长端利率债掉头向上的风险加大。不过我们认为即便后续利率再度进入上行通道，

			潜在的上行空间也是有限的，建议投资者保持谨慎等待更好的进场机会出现。
	短端信用债	超配	当前信用债投资仍以高票息中短久期为主，城投债短期内仍具备安全性，但疫情冲击过后各地区财力与债务率之间的矛盾更加凸显，加之政策环境边际收紧，区域分化、信用分层加剧，建议区位择优、谨慎下沉，警惕尾部平台风险。地产债在行业调控政策加码、违约事件冲击和偿债高峰背景下资质分化明显，建议以“三条红线”的监管指标为参考，优选经营、财务稳健、融资通畅的龙头房企。产业债建议关注减排技术先进的产能过剩行业龙头以及直接受益于碳中和政策的风电、水电等节能环保行业、新能源产业链相关企业。
	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	建议关注以下几个板块：（1）碳中和目标下行业将迎来供需格局长期改善的板块；（2）低估值防御板块，具备“盈利增速稳定、高分红、低估值”特征，包括公用事业、银行、部分建材、汽车零部件；（3）受益疫情退出的服务业，包括航空、酒店旅游等；（4）调整到位的龙头白马，可以逢低左侧布局，提前埋伏；（5）4月上市公司密集披露年报和一季报，关注盈利能力较好的板块和个股对应的转债。
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仍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。
符旻，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。