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:资金面重回宽松，流动性预期转向，债市及股市情绪谨慎（2021.02.01-2021.02.05）

金融市场分析周报 2021 年 2 月 8 日

摘要

- **资金面及央行公开市场操作：本周公开市场净投放 960 亿元，本周资金面转松，预计节前央行将维持资金面的紧平衡状态。**本周央行公开市场累计净投放 960 亿元。2 月 1 日资金面开始松动，银行间及交易所回购价格逐步回落。自 2 月 4 日起 7 日回购已实质上跨春节，价格相应提升。2 月 4 日央行公开市场开启跨春节资金投放，虽然 14 天逆回购操作只是对冲了当日到期量，但银行间市场资金面依旧相对平衡，跨节资金供需稳定利率也保持较低水平。预计节前央行将维持资金面的紧平衡状态，下周继续维持本周操作，避免春节前资金市场出现较大波动。

- **利率债：一季度货币政策逐步收敛并回归紧平衡仍是主基调，资金面波动率加大，债市仍需谨慎。**2 月数据真空期加上近期疫情反复带来的经济数据边际转弱均有助于缓解债市的压力，预计春节以后扰动将逐步消退，经济会重回复苏主线。在经济基本面整体稳定的情况下，货币政策短期内仍会延续偏紧的操作，央行为避免形成过强单边预期，预计在公开市场操作中，会相机决策，更加灵活，一季度资金面波动性预计较 2020 年有所提升，对于债券市场来说，波动放大可能是近期的主线，当前稳妥的选择是控制杠杆及久期，并关注基本面及通胀变化。

- **可转债：权益市场全周震荡小幅上行，可转债市场未随权益市场上涨而是震荡下行，关注顺周期、消费类、科技成长龙头、银行、绩优标的和错杀标的。**本周权益市场全周震荡小幅上行，市场分化延续，可转债市场未随权益市场上涨而是震荡下行，今年以来转债市场整体走势弱于权益市场。近期转债市场存在一定程度上的超跌，配置性价比逐渐凸显，建议关注顺周期、消费类、科技成长龙头、银行、绩优标的和错杀标的。

- **权益市场：节前维持震荡，节后或继续承压，建议战略进攻转向战略防守，关注低估值绩优和超预期成长。**上周两市宽幅震荡，最终小幅收涨，但盘面上股指波动频繁，个股表现结构极度分化，“赚指数不赚钱”延续，投资者持股心态不稳，整体日趋谨慎。即将迎来春节长假，期间不确定性因素较多，节前市场或维持震荡。展望节后，国内投资者情绪转弱、结构性估值分歧加大，叠加假期海外不确定性因素或增多，节后市场或将继续承压。建议投资者从战略进攻转向战略防守：注意控制权益资产占投资资产的比例，持仓品种上更注重标的估值安全边际。适当关注低估值业绩高确定性的绩优股和业绩超预期的优质成长股。行业方面，建议关注估值较低的顺周期龙头、优质金融，以及业绩复苏预期大的酒店旅游、航空、影视等。

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：华尔街散户抱团瓦解，加上美元走强，金价冲高回落。**过去一周现货黄金冲高回落，震荡下行，整体仍处于下跌通道，伦敦金现和 COMEX 黄金价格跌幅均超 2%。散户大战华尔街机构剧情周一继续上演，银价攀升拉动金价上涨，但在芝交所上调保证金、在线交易商限制散户交易等后，金价随银价一同回落，兼受美元走强等其他因素影响，金价连续回落。近期金价走势将由美元强弱主导，严格防疫措施和疫苗接种将继续减弱疫情影响，护航欧美经济向上修复，短期内美元或将继续走强，金价有进一步下跌的可能。

- **原油：疫苗接种消息、原油库存下降及 OPEC+维持产量不变等刺激油价大涨。**油价近期表现较强劲，布油和美油双双录得五连阳，本周创下去年 10 月以来最大单周涨幅，背后的主要支撑因素是疫苗改善全球经济和原油需求前景，原油库存下降，OPEC+维持产量不变以及拜登刺激计划取得重大进展等。油价上涨动能仍存，布油下周试探 60 美元整数关口附近阻力位后，须提防空头卷土重来的可能性。

- **黑色产业链：黑色系价格先跌后涨，节前需求疲软仍导致价格下跌。**黑色系期价整体下跌，主要是因为临近春节，市场整体需求处于季节性淡季，同时长流程螺纹钢减产幅度不及市场预期，库存压力持续加大，但考虑到上半年下游建筑业需求仍较强，价格受到一定支撑。焦炭焦煤期价震荡反弹，为前期跌幅较大后的基差修复，预计价格震荡调整将成为近期的一种常态。

- **人民币汇率：人民币汇率持续波动，中美利差走阔，而美元指数逐步走强，未来汇率变化不确定增大。**近期国内受疫情反复因素影响，不确定性增强，同时美国经济复苏前景及刺激计划进展支持美元指数继续反弹，综合影响下可能结束人民币兑美元汇率升值趋势，人民币兑美元汇率将在市场机制下加大双向波动。受美国 1 月份经济数据影响，美元指数持续走强。本周中美十年期国债收益率双双走高，利差再度走阔，但结合目前多方面不确定性，未来中美国债利差变化趋势以及对于海外资金的影响仍有待观察。

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.....7
2.4 可转债分析.....9
三、 主要资产价格分析.....10
3.1 权益市场分析.....10
3.2 黄金市场分析.....13
3.3 原油市场分析.....14
3.4 黑色产业链分析.....15
3.5 人民币兑美元汇率分析.....16

一、 本周重点经济数据分析

1.1 每周要闻

1、深交所主板和中小板合并，资本市场再次迎来历史性变革

证监会市场部副主任皮六一于 2 月 5 日表示，批准深交所主板和中小板合并。该消息意味着中国的资本市场再次迎来了历史性变革。中小板从 2004 设立之初就带有明显的过渡性，其设立的初衷是为之后设立创业板积累经验。如今，创业板早已稳定运行多年，科创板也于 2019 年设立并成功试点注册制，中小板的历史使命早已完成。中小板的发行上市标准与深交所主板一致，成立之初主要安排规模较小的企业于该板块上市，但经过多年的发展，中小板的融资功能已经远超深交所主板（深交所主板已经超过三年未有企业上市），如比亚迪、海康威视、牧原股份等部分中小板上市公司已经成长为行业龙头企业。这就导致深交所主板和中小板同质化，中小板已无单独存在的必要。因此，本次证监会批准深交所主板和中小板合并，一方面有利于优化深交所板块结构，形成主板与创业板各有侧重，相互补充的发展格局；另一方面，有利于更好满足不同阶段的企业发展融资的需求，增强深交所的融资功能。

2、粤港澳大湾区“跨境理财通”谅解备忘录签署

近日，中国人民银行行长易纲、中国银行保险监督管理委员会主席郭树清、中国证券监督管理委员会主席易会满、国家外汇管理局局长潘功胜、香港金融管理局总裁余伟文、香港证券及期货事务监察委员会主席雷添良、澳门金融管理局主席陈守信签署《关于在粤港澳大湾区开展“跨境理财通”业务试点的谅解备忘录》。各方同意在各自职责范围内对粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点进行监管并相互配合。备忘录内容涉及监管信息交流、执法合作、投资者保护、联络协商机制等方面。备忘录的签署对落实国家建设粤港澳大湾区的战略部署、加强“跨境理财通”业务试点监管合作、深化粤港澳金融合作具有重要意义。

3、华夏幸福表示“坚决不逃废债”

2 月 4 日，华夏幸福公告称，公司关注到外媒与自媒体关于公司停止债务本息偿付的报道，上述报道为不实信息。在公告里，华夏幸福表示，将按照债委会确定的“坚决不逃废债”的前提和“市场化、法治化、公平公正、分类施策”的原则，在省市各级政府及监管部门的督促和指导下，积极做好整体化解方案，保障公司主营业务有序经营，稳妥化解华夏幸福债务风险，切实履行债务主体责任，依法维护各债权人合法。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：本周公开市场净投放 960 亿元，本周资金面转松，预计节前央行将维持资金面的紧平衡状态

1）央行的公开市场操作：央行公开市场净投放 960 亿元

本周央行公开市场累计进行了 4800 亿逆回购操作，本周共有 3840 亿元逆回购到期，因此本周净投放 960 亿元。下周（2 月 7 日至 2 月 10 日）央行公开市场将有 2800 亿元逆回购到期，其中周一至周三分别到期 1000 亿元、800 亿元、1000 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	-20	-20	-1800	-1000	-1000
7 天	1000	800	1000		0
14 天	0	0	0	1000	1000
MLF（投放）365D	0	0	0	0	0
MLF（回笼）366D	0	0	0	0	0

央行票据 3 个月	0	0	0	0	0
国库现金定存	0	0	0	0	0
净投放	980	780	-800	0	0

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

资金面的复盘：本周资金面较上周恢复宽松。央行本周共实现流动性净投放 960 亿元。2 月 1 日资金面开始松动，银行间及交易所回购价格逐步回落。自 2 月 4 日起 7 日回购已实质上跨春节，价格相应提升。2 月 4 日央行公开市场开启跨春节资金投放，虽然 14 天逆回购操作只是对冲了当日到期量，但银行间市场资金面依旧相对平衡，跨节资金供需稳定利率也保持较低水平。银行间回购利率 R001 和 R007 加权平均降至 1.8919%、2.3023%；交易所回购利率 GC001 和 GC007 加权平均升至 2.6350%、2.9430%。

表 2：本周货币市场利率（%）

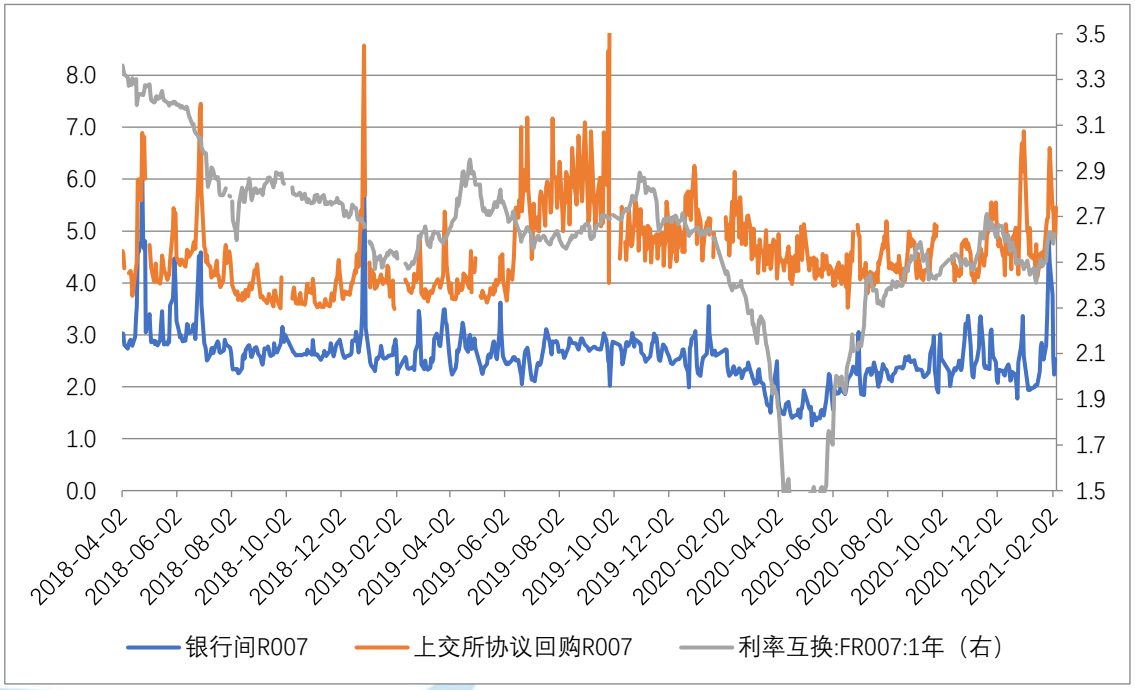
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	3.0551	2.2992	1.9271	2.1088	1.8919
	R007	3.7666	2.5807	2.2336	2.5297	2.3023
	R014	3.5924	3.0316	2.8600	2.8674	2.9178
	R021	3.6625	3.1176	2.9738	2.9801	2.9577
	R1M	3.3614	3.1401	2.9693	2.9270	2.9253
上交所协议回购	206001	5.3170	5.5470	5.6390	5.1900	5.4520
	206007	5.4180	5.4540	4.8820	4.9010	5.4520
	206014	5.5940	5.5000	5.5220	5.9950	5.0610
	206021	5.8670	5.9490	5.5220	5.6310	5.7400
	206030	5.7460	5.8340	5.7220	5.6010	5.0470
利率互换定盘：1Y	FR007	2.6000	2.5818	2.6249		

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：预计节前资金市场维持平稳

央行本周操作相比上周有所缓和，符合我们上期提到的“央行敲打市场”的判断，流动性趋势短期内出现急转弯的可能性不大，节前央行将维持资金面的紧平衡状态。预计下周央行将继续维持本周操作，投放一定的流动性或保持当前的流动性水平，避免春节前资金市场出现较大波动，短端利率将维持目前水平或略微下行。

图 1：本周资金面较上周恢复宽松（%）



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：一季度货币政策预计紧平衡，债券市场情绪谨慎，长债收益率仍有调整空间

1）利率债走势复盘：资金面宽松，但是流动性悲观预期下，长债收益率依旧上行

本周资金面重回宽松，依然无法改善债券市场悲观的情绪，长债收益率上行。周一，央行净投放 980 亿，资金面先紧后松，资金利率较上周大幅回落，周末公布的 PMI 数据低于预期，但是长债收益率对此没有太大反应，仅微幅下行；周二，公开市场净投放 780 亿，资金面继续宽松，隔夜利率下跌至 1.8%，可是债市已经犹如惊弓之鸟，一方面次日公开市场有 1800 亿元逆回购到期，市场担心到期量大央行会再转净回笼；另一方面传 10 年国开 200215 即将换券，加剧市场抛售情绪，长债收益率明显上行；周三，公开市场净回笼 800 亿，资金面依旧宽松，市场传言央行指导隔夜利率，这一消息使得市场更加恐慌，长债收益率大幅上行；周四，公开市场净投放为 0，央行重启 14 天逆回购，周四开始 14 天逆回购已经跨了春节，虽然节前投放流动性是常规操作，但是也不能排除央行有意抬升资金成本，引导资金利率上行，市场期待的降准、CRA 等也再次落空，长债收益率再度上行；周五，资金面依旧宽松，市场终于有所回暖，长债收益率明显下行。全周，10 年国债活跃券 200006 累计上行 4.75BP 至 3.27%，10 年国开债活跃券 200215 累计上行 9.3BP 至 3.6780%。

图 2：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：一季度货币政策逐步收敛并回归紧平衡仍是主基调，资金面波动率加大，债市仍需谨慎

2 月数据真空期加上近期疫情反复带来的经济数据边际转弱均有助于缓解债市的压力，预计春节以后扰动将逐步消退，经济会重回复苏主线，当前影响债市的主要因素仍是货币政策。

我们从两个方面观察货币政策目前的状态，**首先是近期各类央行官员的发言及文章了解货币政策方向**，从去年开始，为减少市场的不确定性，央行主动作为、加强了货币政策沟通，引导市场预期，因此央行各类公告、媒体吹风会、官方媒体的文章均为我们观察货币政策的重要窗口，2 月 3 日，人行货政司司长孙国峰在《中国金融》杂志发表文章《2020 年货币政策回顾与 2021 年展望》中对 2021 年我国货币政策思路，提出“稳字当头、灵活调整、精准操作、量价合适”思路，结合之前央行行长易纲、货币政策委员会委员马骏等官员的公开言论，我们可以推测出 2021 年央行的整体思路，一方面，预计今年货币政策仍将保持定力，以稳为主，不松不紧，既要保持对经济恢复的必要支持力度，保持流动性合理充裕，而另一方面，若部分资产价格快速上涨，引发资产泡沫，货币政策也会适度调整，不排除阶段性偏紧的操作。**与此同时，我们通过央行公开市场操作来判断短期货币政策操作意图**，除了近期资金面剧烈波动之外，还有一个重要信号是，2 月 4 号，DR007 报价上行 12BP 至 2.32%，2 月 5 日，DR007 报价较 4 日下行 2BP 至 2.3%，但仍高于逆回购操作利率（2.2%），这是 DR007 报价两年来首次上调，DR007 开盘价上行一般对应两种情景。一是央行政策利率（7 天 OMO 利率）改变引发的调整；二是跨节（春节、十一等）、跨季或其他因素引发的暂时性上行，我们判断此次开盘利率的上行不太可能引发加息，从过往央行加息的经验来看，一般加息需要两个条件。一是通胀的趋势性回升；二是海外政策退出，海外央行步入加息周期。而当前由于疫情对经济的影响仍存、债务到期压力较大，货币显著收紧的概率较小，提高政策利率带来的市场影响太过强烈，预计央行不会提高政策利率，但是不排除央行有主动引导资金价格上行的意图。

综上，在经济基本面整体稳定的情况下，货币政策短期内仍会延续偏紧的操作，央行为避免形成过强单边预期，预计在公开市场操作中，会相机决策，更加灵活，一季度资金面波动性预计较 2020 年有所提升，对于债券市场来说，波动放大可能是近期的主线，当前稳妥的选择是控制杠杆及久期，并关注基本面和通胀变化。

2.3 存单与信用债分析：存单及信用债一级发行量回落，各期限收益率多数小幅上行

1）一级市场发行：存单发行量与信用债发行量较上周均有所下降

同业存单方面，本周同业存单发行量约 3156 亿元，较上周环比下降 25.74%；到期量约 4177.5 亿元，较上周环比增长 38.12%，净融资额由正转负，为-1021.5 亿元。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 2.84bp 报 2.8360%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 0.49bp 报 2.8861%，6M 期存单平均发行利率较上周上行 17.77bp 报 3.0471%，9M 存单收益率较上周上行 4.01bp 报 3.0258%。

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 2586.75 亿元，较上周环比下降 25.18%。

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小幅上行

信用债二级市场方面，仅 AA+级 1 年期、AA 级 1 年期收益率较上周下行 0.7bp，其余各评级及各期限信用债收益率均较上周小幅上行，其中 AAA 级 3 年期收益率上行幅度最大为 3.24bp，AAA 级 5 年期、AA 级 5 年期收益率次之，较上周上行 2.84bp，AAA 级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期、AA 级 3 年期收益率分别较上周上行 1.29bp、1.25bp、1.84bp 和 2.25bp。

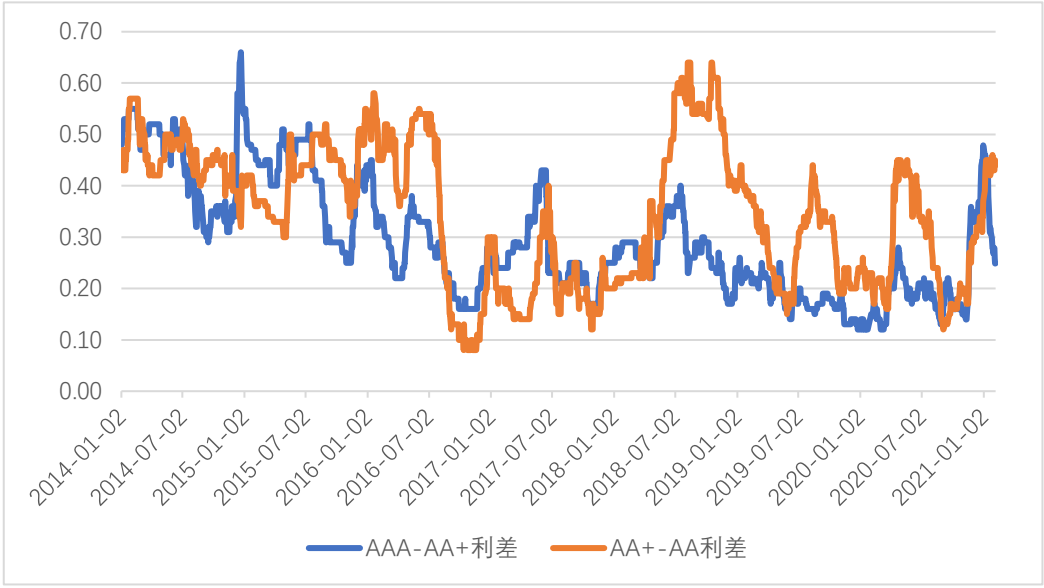
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	3.261	36.30%	1.29
信用债(AAA):3 年	3.7057	33.90%	3.24
信用债(AAA):5 年	3.845	26.40%	2.84
信用债(AA+):1 年	3.450	33.80%	-0.70
信用债(AA+):3 年	3.954	35.40%	1.25
信用债(AA+):5 年	4.285	34.60%	1.84
信用债(AA):1 年	3.810	36.00%	-0.70
信用债(AA):3 年	4.394	38.60%	2.25
信用债(AA):5 年	4.795	35.20%	2.84

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，各评级信用利差变动不大，AAA 与 AA+之间利差较上周收窄 2bp 至 25bp，AA+和 AA 之间的利差较上周走阔 1bp 至 44bp。

图 3：各评级信用利差变动（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

行业利差方面，城投债信用利差较上周走阔 1.71bp，处于 2013 年以来的 42%历史分位数水平；产业债中 17 个行业利差收窄，20 个行业利差走阔，变动幅度多在 4bp 之内，铁路运输（-8.25bp）、化工（-4.13bp）、计算机（10.04bp）、电气设备（8.11bp）、专用设备（6.15bp）、航空运输（4.20bp）行业利差变动相对较大，计算机（100%）、轻工制造（97%）、纺织服装（92%）、钢铁（90%）、农林牧渔（82%）行业利差处于较高历史分位数水平。

区域利差方面，各省份城投债信用利差走势分化，陕西信用利差较上周收窄 12.83bp，湖南、上海、内蒙古信用利差分别收窄 5.57bp、5.69bp 和 6.46bp，江西、山东、贵州、安徽、浙江、河北信用利差亦有小幅收窄。其余省份本周城投债信用利差较上周有所走阔，其中辽宁信用利差走阔幅度最大为 38.89bp，甘肃、广西、天津信用利差走阔幅度大于 5bp。

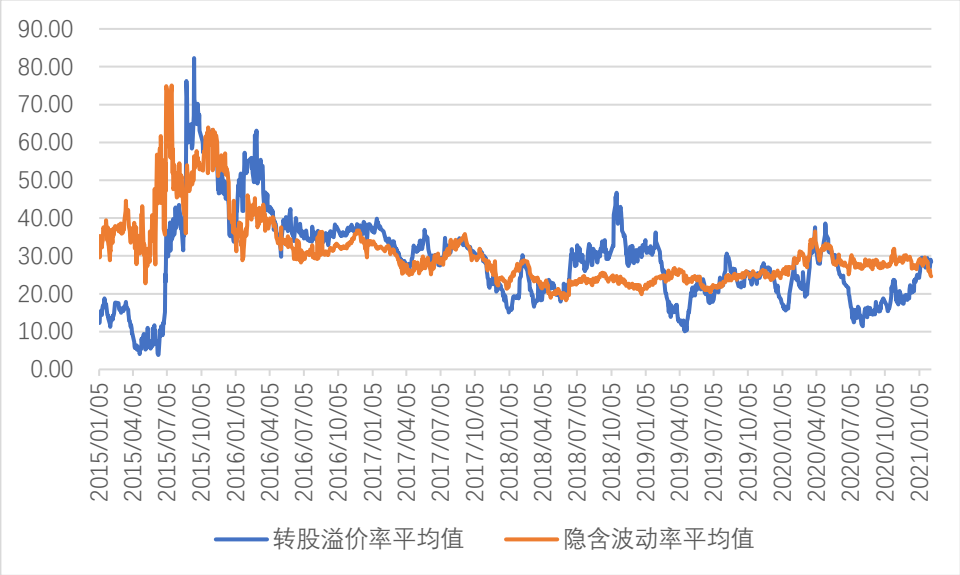
2.4 可转债分析：权益市场全周震荡小幅上行，可转债市场未随权益市场上涨而是震荡下行，关注顺周期、消费类、科技成长龙头、银行、绩优标的和错杀标的

1）可转债的走势复盘：权益市场全周震荡小幅上行，可转债市场未随权益市场上涨而是震荡下行

本周权益市场全周震荡小幅上行，市场分化延续，上证指数本周收于 3496.33 上涨 0.38%，深证成指本周上涨 1.25%，创业板指本周上涨 2.07%，中小板指本周上涨 0.60%。可转债市场未随权益市场上涨而是震荡下行，本周上证转债下跌 1.58%至 318.99，深证转债下跌 3.74%至 245.66，中证转债下跌 2.26%至 354.76，其中，太阳转债、安 20 转债、鸿达转债、欧派转债、奥瑞转债等领涨，本周正股涨幅居前和预告业绩超预期的转债涨幅居前；凯龙转债、特发转债、红相转债、林洋转债、齐翔转 2 等领跌，跌幅居前的原因有公告赎回、预告业绩低于预期或亏损、董事长接受调查、溢价率高等。一级方面，本周无转债发行，仅美诺转债一只转债上市。

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震荡上行，隐含波动率震荡下行。今年以来，转债市场整体走势弱于权益市场，主要原因是权益市场上涨个券多为大盘股，而小盘股多数下跌，转债对应正股多数为小盘股且转债市场整体偏股性，故转债市场整体表现较差。

图 4：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：转债市场存在一定程度上的超跌，配置性价比逐渐凸显，关注顺周期、消费类、科技成长龙头、银行、绩优标的和错杀标的

1 月份前半月转债受制于估值压力高位震荡，最后一周流动性收紧导致股债双杀，转债市场受到影响大幅杀跌，导致转债估值显著压缩。市场结构继续分化，低价券数量增多，高价券多数跟随正股下跌。春节前流动性短期压力缓解，货币政策不急转弯、居民资金对基金配置的需求仍对转债的结构性行情形成支撑，转债指数近期宽幅震荡的可能性更大。随着本月初转债新规的实施，一方面对于赎回条款的空间缩小导致高溢价个券面临压缩压力，另一方面跨品种监测体系导致前期高价券的炒作空间缩小，预计未来价值型转债的空间更大。

近期转债市场存在一定程度上的超跌，配置性价比逐渐凸显。转债投资谨慎为先，建议密切关注上市公司业绩公告，基于基本面研判选择资质较好的核心品种，而正股基本面较差、前期被热炒的中小盘转债更容易遭到价格回调。择券方面，应结合行业基本面与个券资质，重点考虑顺周期行业与消费类绩优个券，同时应注意顺周期行情进入下半场，波动可能增加；部分银行业转债估值修复，具备配置价值；对于债券余额低、前期涨幅过大的炒作型转债应谨慎持有。建议关注以下配置方向：（1）顺周期行业与消费类绩优个券；（2）中期依然看好科技成长龙头；（3）部分银行业转债估值修复，具备配置价值；（4）在业绩预告的窗口期，精选绩优标的；（5）公司业绩良好，但市场“错杀”导致前期跌幅较大的转债后续有上涨空间。

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：节前维持震荡，节后或继续承压，建议战略进攻转向战略防守

1） 权益市场走势复盘——股指宽幅震荡 结构延续分化 个股跌多涨少投资者心态日趋谨慎

节前最后一个完整交易周，两市宽幅震荡，小幅收涨。上证综指以 3496.33 点报收，全周涨 0.38%，同期深圳成指和创业板指分别上涨 1.25%和 2.07%；量能方面，两市合计成交 4.55 万亿元，环比再萎缩约一成。

盘面上，行情结构延续极度分化，同时股指波动频繁，投资者心态整体谨慎。板块表现上，周内低估值的银行表现较强，涨幅较大；抱团行情的典型板块生物医药和白酒依旧强者恒强，持续向上；但科

技、有色、军工等前期热点出现大幅回调。个股表现上，分化较前期更为极端，周内累计上涨的公司家数仅 1034 家，占比仅约四分之一。下跌个股占绝大多数，个股中位数表现跌幅超过 4.4%，今年以来个股中位数表现跌幅更达 12.15%。多数个股下跌且跌幅颇大，市场延续“赚指数不赚钱”的极度分化。这种情况下，投资者情绪日趋谨慎，交易不断萎缩。

图 5：上证综指箱体上沿震荡 量能萎缩 投资者心态日趋谨慎



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，美股三大指数均上涨，道指本周上涨 3.89%，报 31148.2400 点，纳指本周上涨 6.01%，报 13856.3000 点，标普 500 指数本周上涨 4.65%，报 3886.8300 点。

本周，美股三大主要股指均上涨，收复上周跌幅。于 2 月 5 日公布的美国 1 月季调后非农就业人口增长 4.9 万人，市场预期增长 5 万，前值为负 14 万；失业率 6.3%，预期 6.7%，前值为 6.7%，创去年 3 月以来新低。受此及美国经济纾困法案进展影响美股三大指数均开盘上涨，标普 500、纳指再创新高。美服散户抱团现象依然存在，游戏驿站、AMC 院线等相关股票波动剧烈。美国在线券商 Robinhood 表示，已经取消了对包括游戏驿站和 AMC 院线(AMC.US)在内所有股票的交易限制。

图 6：美股三大股指均上涨



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2) 权益市场展望——节前震荡，节后或继续承压，建议战略进攻转向战略防守，关注低估值绩优和超预期成长

展望后市，即将迎来春节长假，由于节日期间较长，不确定性因素较多，预计节前投资者情绪将维持谨慎，市场短期大概率延续低位震荡。展望节后，国内投资者情绪转弱、结构性估值分歧加大，叠加假期海外不确定性因素或增多，节后市场或将承压。

近期资金面延续紧平衡，对市场构成持续约束。2 月 3 日，央行公开市场开展 1000 亿元 7 天期逆回购操作，当日 1800 亿元逆回购到期，净回笼 800 亿元，释放出央行维持“资金面紧平衡”的态度。资金市场方面，周内 7 天期和 1 个月期 shibor 利率均较上周有所回落，但内国债市场持续下跌，收益率不断上行，反映出资金面依然较为紧张。

局部疫情影响经济短期表现，PMI 小幅回落。1 月中采制造业 PMI51.3%，较上月下跌 0.6 个百分点，非制造业 PMI52.4%，较上月下跌 3.3 个百分点，综合 PMI52.8%，环比下跌 2.3 个百分点。1 月财新中国服务业 PMI52，也较上月下降 4.3 个百分点，为近九个月低点。经济增长短期走弱，不过 PMI 仍处于荣枯线上方，显示经济逐步修复的趋势并未逆转。

业绩预告显示上市公司 2020 年度业绩改善明显。截止 2 月 3 日，已披露 2020 年年报业绩预告及快报的公司共 2513 家，披露家数占比约为 60%。预估数据显示，A 股 20 年年度净利润增速较三季度明显改善。随着国内经济持续复苏，上市公司业绩持续增长，有望在不利的流动性环境中为市场提供有力支撑。

投资者对机构抱团股的估值分歧持续加大，增加市场不稳定性。去年下半年以来，行情持续“二八”、“一九”分化，大量中小盘个股持续走低，而抱团公司不断拉升，致使当前估值明显超越合理水平。前者由于基本面弱、业绩差，当前估值依旧不低；同时后者估值高企，明显处于估值泡沫区间。随着多数个股的持续下跌，少数个股的抱团式上涨正受到市场越来越大的质疑。盘面上观察，抱团股面临筹码松动的巨大考验，成为后市运行的一大隐忧。

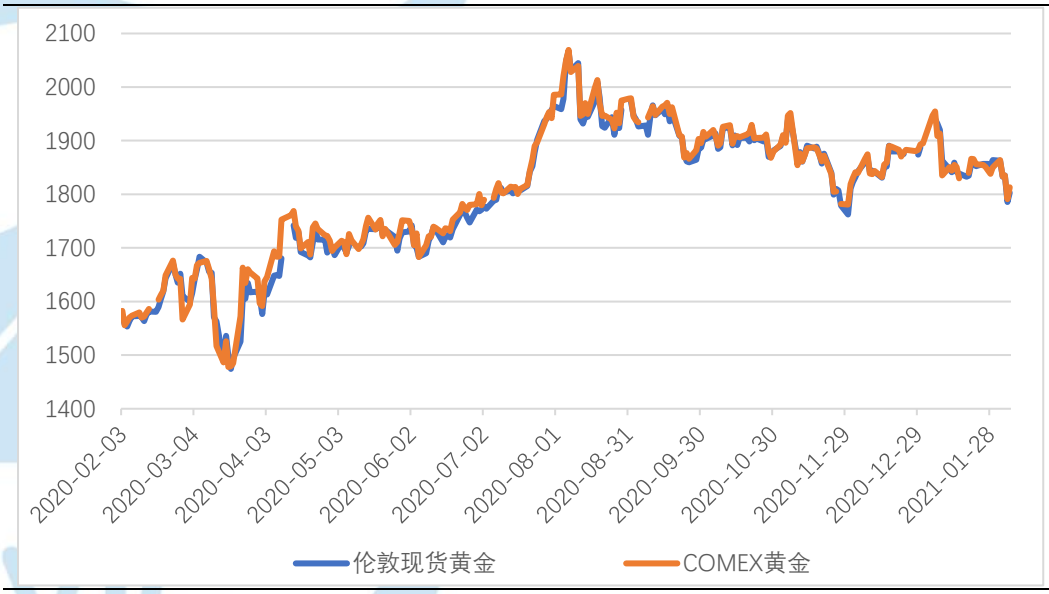
此外，海外市场近期风险逐步增多。一是美股散户逼空机构事件引发美国金融监管或将加强。二是近期美元开始走强，美债收益率上升，市场对全球货币流动性收紧的担忧迅速增长。一旦美元持续走高，新兴市场流动性将面临热钱出走的较大风险。三是美国或加强对科技企业的反垄断监管，此举或引发美国科技股调整，映射国内科技股。

综上，长假效应下节前市场或维持震荡，而长假期间风险增多或致节后市场继续承压。建议投资者从战略进攻转向战略防守：注意控制权益资产占投资资产的比例，持仓品种上更注重标的估值安全边际。策略上，一方面继续规避双高股（估值高位股、技术高位股）、绩差股，另一方面适当关注低估值业绩高确定性的标的和业绩超预期的优质成长股。行业方面，建议关注估值较低的顺周期龙头、优质金融，以及业绩复苏预期大的酒店旅游、航空、影视等。

3.2 黄金市场分析：华尔街散户抱团瓦解，加上美元走强，使得金价冲高回落，整体下跌

金价在周四跌破 1800 美元关键价位后，周五市场又勉强收回到这一价位上方，伦敦现货黄金价格较周四上涨 17.05 美元，或 0.95%，收报于 1802.95 美元/盎司，不过全周累计下跌 3.26%；美国 COMEX 黄金期货结算价上涨 21.8 美元，或 1.22%，收报于 1813 美元/盎司，全周累计下跌 2.02%。伦敦金现和 COMEX 黄金价格均跌超 2%，为 1 月 8 日以来最大周线跌幅。

图 7：金价连续下跌，本周勉强收于 1800 美元上方（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

过去一周，现货黄金冲高回落，整体呈震荡下行，散户大战华尔街机构剧情上演，银价攀升拉动金价上涨，但随后芝加哥交易所上调保证金、限制散户交易等，导致银价回吐涨幅，金价也回调，同时金价也兼受美元走强等因素的影响，金价继续回落，但周五受美国经济数据不及预期等刺激，金价有所反弹。周一，因散户投资者将关注点从 GameStop 和其他股票转向白银，使得白银价格连续第三个交易日上涨，一度跃升 11.2%，至近八年高位，当天金价跟着跳涨 1%。但周二白银便由升转跌，一天急挫逾 8%，此前芝商所发表声明称，从周二起将 Comex 白银期货的保证金上调 18%，加上一些散户投资者获利了结，这是银价急跌的主要原因，金价随之调整下跌。周三公布上周美国初请失业金人数下降后，缓解了市场对经济健康状况的担忧，导致美元攀升至逾两个月高位，同时市场预期美政府将推出大规模救助计划，使得美国长期国债收益率也上扬，金价连续下跌，周四一度跌破 1800 美元的关键心理关口。不过周五，由于新公布数据显

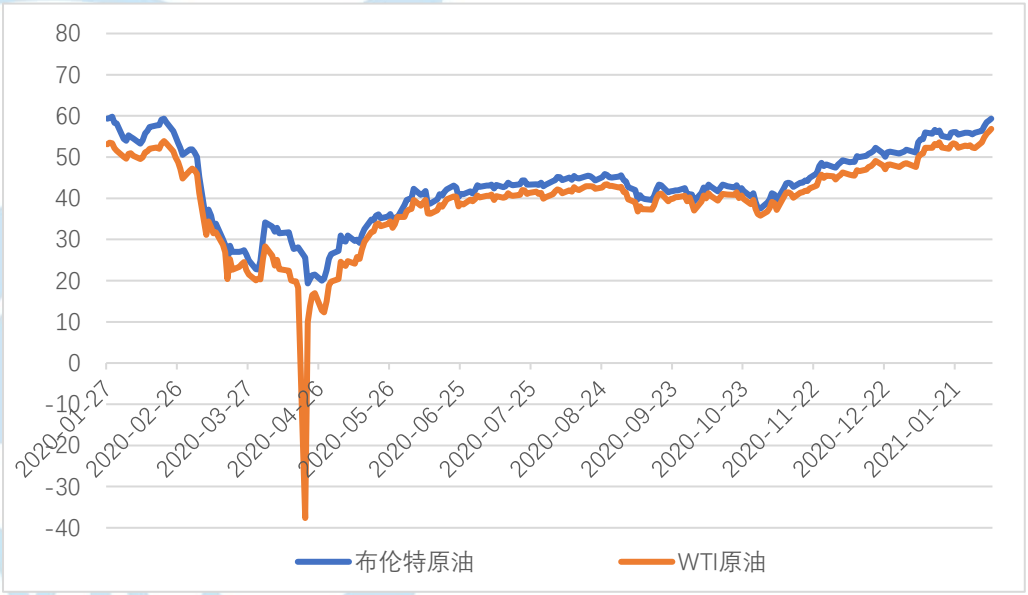
示美国 1 月就业增长温和，12 月的非农就业岗位降幅比最初预期的还要严重，美元指数回落，下跌 0.6%，金价又反弹至 1800 美元上方。

金价未来走势主要取决于美元强弱变化，预计近期美元有所强势的情况下，金价有进一步走弱的可能。华尔街散户和机构的交易对峙影响仅是短暂的，金价未来的走向将继续主要由美元主导，背后又受到美国经济真实复苏状况的影响。美国新总统拜登上台后，主要将工作重点收敛到国内事务，主要聚焦于两方面：控制疫情和恢复经济。随着近期加强疫情防控，美国新增病例数已大幅下降，美国就业人数也出现持稳信号，美国经济复苏基础增强，美元指数或将继续上升。但也应该看到，美国经济仍未完全持稳，仍需要更多宽松政策的支撑，预计美国通过新经济刺激方案的可能性较大，尽管规模上有可能缩减。因此短期内，美元走强将导致金价继续承压，但大规模财政刺激和低利率也将加重美国赤字压力，长期的量化宽松将刺激金价中期上涨。

3.3 原油市场分析：疫苗接种消息、原油库存下降及 OPEC+维持产量不变等刺激油价大涨

周五，布伦特原油期货合约结算价较周四上涨 0.5 美元，或 0.85%，收报于每桶 59.34 美元，全周累计大涨 6.19%；美国 WTI 原油期货合约结算价上涨 0.62 美元，或 1.1%，收报于每桶 56.85 美元，全周累计大涨 8.91%，创下去年 10 月以来最大单周涨幅。

图 8：本周油价大涨（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

油价近期表现较强劲，两油双双日线录得五连阳，疫苗改善全球经济和原油需求前景导致原油库存下降、OPEC+也决定维持产量不变以及拜登刺激计划取得重大进展等一些列利好因素给油价提供了强劲上涨动能。

需求方面，一方面，随着更多疫苗推向市场，更多人接种疫苗后，有效性已得到一定验证，一些国家感染率出现下降，市场预期石油和燃料的需求将增加，推动了油价上涨，国际机构高盛也认为当前是市场需求主导了价格，近期疫苗接种和产能遇到的挑战只是短暂的。

另一方面，库存数据显示原油需求已经改善，美国政府上周公布的数据显示俄克拉荷马州库欣原油期货交割中心的库存减少了 230 万桶；美国石油协会（API）本周公布的数据显示上周美国原油和汽油库存均

意外下降，截至 1 月 29 日当周，美国原油库存意外骤降 430 万桶，至约 4.776 亿桶，市场预期增加 44.6 万桶；美国能源信息署（EIA）数据也显示，上周美国原油库存降至 4.757 亿桶，为 3 月以来最低。

供给方面，OPEC+各产油国周三一致同意维持其石油产量政策不变，这表明即使疫情持续及需求复苏前景不确定，OPEC+对大幅减产正在消耗库存感到满意。

此外，新上台的拜登政府 1.9 万亿美元经济援助计划在本周取得重大进展，众议院批准了一项预算决议，使得民主党人能够在没有共和党支持的情况下推动援助计划在未来几周在国会获得通过，从而提振市场信心，也刺激了油价。

油价短期上涨动能仍存，下周将进一步试探 60 整数关口附近阻力位，之后则须提防空头卷土重来的可能性。欧美等疫情严重国家加强疫情防控措施一月有余后，病例新增出现明显下降，加上疫苗接种积极推进，病例趋势性下降将成为大概率，护航经济进一步复苏，欧美 1 月 PMI 数据尽管下降但仍处于扩张区间，表明经济仍继续处于修复轨道，预期原油需求将继续回暖，整体对油价有利。不过油价连续上涨也将刺激美国页岩油扩大生产，美国石油活跃钻机数量已连续五个月上升，也对油价产生一定压力。

3.4 黑色产业链分析：黑色系价格先跌后涨，节前需求疲软仍导致价格下跌

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周同期每吨下跌 12 元，收报于 4258 元/吨，跌幅 0.28%；焦炭价格每吨下跌 13.5 元，收报于 2557.5 元/吨，跌幅 0.53%；焦煤价格每吨下跌 12 元，收报于 1518.5 元/吨，跌幅 0.78%。

图 9：黑色系价格先跌后涨，全周累计微跌（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

黑色系期货价格先降后升，累计仍处于下跌状态，主要原因在于目前长流程螺纹钢的减产幅度不及市场预期，短期内库存压力持续加大，考虑到节后上半年下游建筑业需求仍较强，节前价格仍以高位震荡为主。目前临近中国传统假日春节，整体市场需求处于季节性淡季，导致螺纹钢库存进入节前累库周期，同时近期随着国内部分地区疫情反复，市场对于终端需求可能受到的冲击有所担忧。供应方面，北方部分生产长流程螺纹的钢铁厂已出现亏损，加上节日要求工人放假，导致螺纹钢产量出现连续下降。不过，虽然高炉普遍亏损，但由于钢厂对年后需求较为乐观，储备意愿和动力较强，高炉减产力度并没有预期那么大。实际运行数据也反映了这一市场状况，本周螺纹钢总产量 321.95 万吨，较上周下降 11.72 万吨，表明需

求疲软和利润亏损影响到了生产；总库存（厂库+社库）1069.52 万吨，环比大增 177.81 万吨，表明节前累库严重；表观消费量继续下降，为 144.14 万吨，较上周大降 67.04 万吨，表明需求整体疲软。

双焦方面，焦炭第 15 轮提涨落地后，现货市场需求边际转弱，不过焦炭期价震荡反弹，主因是前期跌幅较大后的基差修复。从供需看，焦炭产量增加，因为下游钢厂虽然亏损，但未来需求支撑当前产量，导致铁水产量不降反增，减产力度低于预期。目前焦炭基差偏高，预计期价将维持震荡调整趋势，建议节前降低仓位。焦煤期价也震荡反弹，也是因为前期跌幅过大后的基差修复。尽管临近春节，但国家提倡就地过年使得国有煤矿生产正常，总体产量高于往年，不过进口澳煤通关有预期波动，若澳煤进口不放松，焦煤供给将持续紧张，综合看，节前焦煤或维持震荡调整状态。

3.5 人民币兑美元汇率分析：人民币汇率持续波动，中美利差走阔，美元指数逐步走强，未来汇率变化不确定增大

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.4710，较上周上调 0.0015%。即期汇率报 6.4810，较上周上调 0.31%。美元指数报 90.9921，本周累涨 0.45。

近期国内受疫情反复因素影响，国内经济短期不确定性增强，同时美国经济复苏前景及刺激计划进展支持美元指数继续反弹，综合影响下可能结束人民币兑美元汇率升值趋势，人民币兑美元汇率将在市场机制下加大双向波动。受美国 1 月份经济数据影响，美元指数持续走强。本周中美十年期国债收益率双双走高，利差再度走阔，但结合目前多方面不确定性，未来中美国债利差变化趋势以及对于海外资金的影响仍有待观察。

图 10：人民币兑美元汇率中间价下降



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

图 11：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	明年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。