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:资金面延续宽松，股债商延续强势（2021.01.04–2021.01.08）

摘要

- **房贷集中度管理：房企融资政策进一步收紧，凸显对房企高杠杆风险担忧仍存，降杠杆和稳房价或将成为监管趋势。**从去年 8 月划定“三道红线”对房企融资杠杆进行规范后，时隔仅 4 个月，监管层年末发文决定建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度，从信贷源头进一步收紧房企融资政策，凸显中央对房企高杠杆风险的担忧仍存。市场预期房企融资政策的边际升级短期对市场产生冲击，但长期有利于房市健康发展，降杠杆、稳房价或将成为未来行业监管的主要发力点和政策趋势。

- **资金面及央行公开市场操作：央行公开市场净回笼 5050 亿元，当前资金面依旧保持宽松，但年初流动性仍存在扰动因素。**本周资金面迎来跨年后季节性宽松，隔夜和 7 天回购加权利率较元旦前明显下行，随着央行公开市场操作连续大额净回笼，资金价格略有抬升。非银行机构间流动性也较为宽松，上交所质押式国债回购利率全线下行。同时，银行间中长端流动状况也出现改善，同业存单发行利率明显走低。当前资金面依旧保持宽松，主要是由于 2020 年末央行已经投放过大额流动性，彼时财政支出也大幅增加。当前资金面依旧保持宽松，但年初流动性仍存在扰动因素。从财政因素看，政府债券发行量值得关注，债券供给的增加值得警惕。从信贷投放角度看，应当密切关注各类债券供给量的影响，警惕“抢信贷”带来的缴准压力。此外，即将到来的缴税高峰也值得关注。

- **利率债：在近期人民币过快升值的背景下，央行为稳定币值而维持宽松的局面，随着美债收益率回升，全球经济逐步回升，人民币升值压力缓解，货币政策将重回紧平衡。**虽说货币政策对汇率的敏感性要相对弱于利率，但也并不是说央行、外管局等会放任人民币汇率无限升值，尤其是一旦人民币升值开始反噬经济动能，政策层面还是会出手进行调控。近期人民币的持续强势升值，倒逼央行保持宽松的状态，这可能是最近资金面较为宽松的重要原因之一。然而随着美债收益率回升，以及全球复苏共振，人民币升值的压力将有所回落，货币政策也无需再通过持续放松来施压汇率，因此预计未来一段时间资金面将重回平衡略偏紧的状态，期限利差预计将会回落，且长端利率仍将震荡。

- **可转债：权益市场全周录得上涨行情，转债市场随之上涨，关注 TMT、顺周期、大金融、可选消费、新能源汽车、光伏风电、汽车等行业。**本周为 2021 年的首个交易周，权益市场全周表现亮眼、放量上涨，成长风格板块表现优于价值风格板块，可转债市场随权益市场上涨。2021 年转债市场供给预计充足，预计近期转债整体估值上行难度较大，行情聚焦在正股驱动，正股行业轮动和个券阿尔法将提供较好的收益，建议关注 TMT、顺周期、大金融、新能源汽车、光伏风电、汽车等行业。

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：A 股中期行情展开，结构性特征延续，关注顺周期、可选消费和核心科技。**新年第一个完整周主要指数持续上行，印证 A 股中期行情趋势。从中期看，A 股继续处有利环境：国内疫情反弹对经济复苏影响有限，经济保持向好态势，上市公司盈利延续复苏；中央定调宏观政策“不急转弯”，信用政策退出担忧缓解；监管推动居民财富配置权益资产，新发行基金持续高热，股市流动性乐观；美联储延续宽松，海外流动性持续进入 A 股等。我们继续看好 A 股中期趋势，同时提示结构性特征：少数头部公司估值超出合理区间，短期止盈压力加大，A 股仍将以结构性为主，建议挖掘估值合理的二线绩优公司。板块配置方面，建议关注广义顺周期板块：汽车板块、家电板块、大金融（银行、保险、证券）和以酒店、电影、旅游、免税等为代表的可选消费，以及具备硬核科技实力的科技龙头。

- **黄金：美大选基本落地，美债收益率飙升带动美元反弹，金价大跌。**本周金价跌破 1900 美元，主因是随着美民主党掌控参议院以及美大选基本落地，美债收益率大幅飙升，美股连续创下历史新高，带动美元反弹，降低了黄金的吸引力。美国现任总统面临被弹劾下台风险，政局不确定性仍存，而民主党在参议院和总统上的胜选让市场对新政府推出更多经济刺激的期待上升，叠加疫苗接种不及预期，料金价近期将震荡上行。

- **原油：受沙特意外减产、美政权平稳交接等消息刺激，油价大涨至 50 美元以上。**油价大涨主要受到基本面利好消息的刺激，沙特自愿额外减产，OPEC+同意维持现有减产力度不变，此外美国国会暴动后美国政权平稳交接的可能性反而增大，市场预期原油需求前景将增加。不过近期疫情蔓延势头若不能得到有效遏制，燃料需求前景仍将受到压制，油价或将在短期内出现回调。

- **黑色产业链：市场预期经济复苏下原材料需求将回升，黑色系价格延续上涨行情。**尽管本周全国大部分地区出现大幅降温，对下游行业项目施工进度和需求产生不利影响，但在市场普遍看多行情下，包括大宗商品在内的原材料价格延续上涨行情，黑色系价格继续上涨，产业链上游价格涨幅较大。整体看，当前原材市场仍没有降温迹象，叠加黑色系供需格局仍偏紧，价格或将以震荡上行为主。

- **人民币汇率：人民币强势升值，重回 6.40 时代，预计 2021 年全球经济逐渐回暖的背景下，人民币大概率双向波动。**人民币汇率在 2021 年开年延续去年强劲走势，长期来看，人民币汇率整体呈现双向波动。当前人民币相对其他新兴市场货币的比价优势减弱，2021 年随着疫苗上市接种，预计各主要经济体将有所反弹，如果后续全球共振复苏，会自发进入“人民币过强—影响出口—贸易顺差下降—人民币走弱”的自我调节中，因此预计人民币汇率难以继续保持强劲升值的状态，整体呈现双向波动。

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 房企融资政策.....4
1.2 每周要闻.....5
二、 固定收益市场分析.....5
2.1 资金面分析.....5
2.2 利率债走势分析.....7
2.3 存单与信用债分析.....8
2.4 可转债分析.....10
三、 主要资产价格分析.....11
3.1 权益市场分析.....11
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 房企融资政策进一步收紧，凸显对房企高杠杆风险担忧仍存，降杠杆和稳房价或将成为监管趋势

监管层年末发文决定建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度，进一步收紧房企融资政策，凸显中央对房企高杠杆风险的担忧仍存。在国际地缘政治动荡、国内经济增速仍未持稳、中央坚决化解和防范金融风险的大背景下，央行、银保监会于 2020 年 12 月 31 日联合发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，要求银行业金融机构房地产贷款余额占比、个人住房贷款余额占比不得高于央行、银保监会分档设置的上限，并将银行划分成五档，设置 2 年或 4 年的过渡期。按此标准，经整理后发现，在所有 38 家上市银行中，有 13 家银行已经存在房贷或个贷超限情况，面临整改风险。

表 1：房地产贷款集中度管理要求及上市银行超限情况

档次	涉及的银行	房地产贷款余额占比上限	个人房贷余额占比上限	上市银行房/个贷占比及超限情况	过渡期
第一档	工农中建交邮 6 家国有行及国家开发银行	40%	32.5%	建设银行：个贷 34.4%，超限 1.9 个百分点 邮储银行：个贷 33.6%，超限 1.1 个百分点	基准期：2020 年 12 月 31 日 过渡期：超出 2 个百分点以内的，2 年；超出 2 个百分点及以上的，4 年
第二档	农发行、进出口银行及 12 家股份行、北京银行、上海银行、江苏银行	27.5%	20%	招商银行：房贷 33.2%，超限 5.7 个百分点；个贷 24.7%，超限 4.7 个百分点 兴业银行：房贷 33.7%，超限 6.2 个百分点；个贷 25.7%，超限 5.7 个百分点 浦发银行：房贷 27.9%，超限 0.4 个百分点 平安银行：房贷 29.3%，超限 1.8 个百分点	
第三档	包括民营银行在内的城商行及非县域的农村商业银行、农村合作银行、农村信用合作社	22.5%	17.5%	成都银行、郑州银行、杭州银行、青岛银行、厦门银行、青岛农商行、重庆农商行均存在不同程度的房贷超限；个贷超限较多的是成都银行	
第四档	县域农合机构	17.5%	12.5%	—	
第五档	村镇银行	12.5%	7.5%	—	

资料来源：中航证券金融研究所、资管业务部根据公开资料整理

银行一直以来都将较大比例的信贷投向房地产业，市场预期房企融资政策的边际升级将对银行利润和房企运营均产生一定冲击，导致市场出现短期波动。受此政策消息影响，在本周也是节后第一周，一些银行股连续下跌，郑州银行（-13.9%）、成都银行（-11.8%）、青岛银行（-11.3%）等信贷占比超限的银行股累计跌幅靠前。信用债市场，个别房企债券也出现大幅波动，华夏幸福债券遭遇投资人集中抛售，“18华夏03”和“16华夏02”等多只债券价格创下历史新低。

从去年8月划定“三道红线”对房企的融资杠杆进行分档管理后，时隔仅4个月，监管层再次出手对银行金融机构也是房企融资的主要来源进行量化分档管理，进一步从资金源头降低融资风险，监管力度边际升级，反映出中央及监管层对房企违约或破产风险的担忧仍存，降杠杆、稳房价或将成为未来监管的主要发力点和政策趋势。

1.2 每周要闻

1、央行行长易纲谈2021年金融热点问题

近日，中国人民银行行长易纲日前就2021年金融领域热点问题，接受了新华社记者采访。易纲表示，2021年货币政策要‘稳’字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性。去年第三季度以来，宏观杠杆率增速已经放慢，预计今年可以回到基本稳定的轨道。金融系统将进一步强化金融有效支持实体经济的体制机制，按照市场化、法治化、国际化原则，健全具有高度适应性、竞争力、普惠型的现代金融体系，完善激励约束机制，设计和创新结构性货币政策工具，继续支持好实体经济特别是小微企业的发展。此外，对继续深化利率汇率市场化改革、继续推动金融高水平对外开放、发挥好金融支持绿色发展的三大功能等也提出了重要指示。

2、海通证券、东海基金等四家机构遭交易商协会警告

1月8日，中国银行间市场交易商协会发出了四张自律处分信息，涉及主体分别为海通证券、海通资管、海通期货和东海基金。针对海通证券的自律处分信息显示，海通证券协助相关发行人在发行环节购买自己的债券，破坏了市场发行秩序。而这也被市场解读为债券“结构化发行”，也是永煤债券违约事件的后续。同时，交易商协会表示，已将上述公司有关违规情况报送中国人民银行、中国证监会。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：央行公开市场净回笼5050亿元，当前资金面依旧保持宽松，但年初流动性仍存在扰动因素

1）央行的公开市场操作：央行公开市场净回笼5050亿

央行本周公开市场累计开展550亿元逆回购操作，本周有5600亿元逆回购到期，当周净回笼5050亿元。下周（1月9日至1月15日）央行公开市场将有550亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期100亿元、100亿元、100亿元、100亿元、50亿元，此外下周五还将有3000亿元MLF到期。

表2：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	-1600	-1400	-1400	-1200	0
7天	200	100	100	100	50
14天	0	0	0	0	0
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	-1400	-1300	-1300	-1100	50

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

资金面的复盘：本周资金面宽松。本周资金面迎来跨年后季节性宽松，隔夜和 7 天回购加权利率较元旦前明显下行，随着央行公开市场操作连续大额净回笼，资金价格略有抬升。非银行机构间流动性也较为宽松，上交所质押式国债回购利率全线下行。同时，银行间中长端流动状况也出现改善，同业存单发行利率明显走低。当前资金面依旧保持宽松，主要是由于 2020 年末央行已经投放过大额流动性，彼时财政支出也大幅增加。

表 3：本周货币市场利率（%）

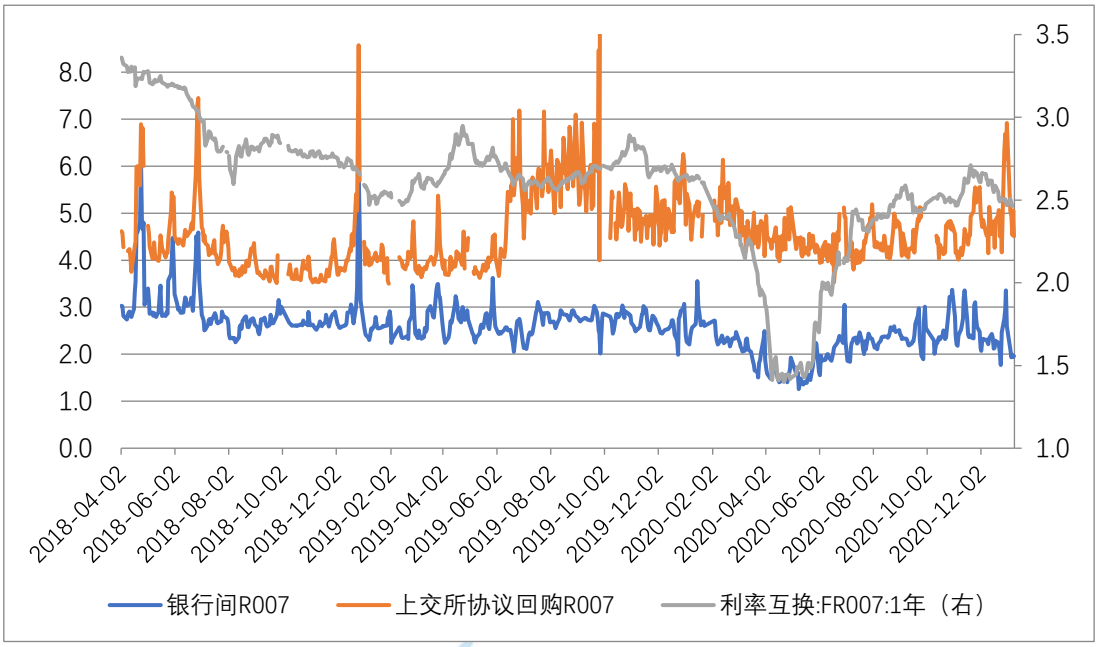
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	0.9609	0.8067	0.6909	0.9931	1.0167
	R007	2.0960	1.9370	1.9900	1.9404	1.9588
	R014	2.3626	2.2926	2.3696	2.3342	2.3722
	R021	2.5416	2.3035	2.3194	2.5318	2.7451
	R1M	2.2342	2.4780	2.5601	2.4162	2.4929
上交所协议回购	206001	5.2560	5.6390	5.5200	5.6170	5.6171
	206007	5.0160	4.9520	4.5380	5.0620	4.5070
	206014	5.4110	5.9380	5.2140	5.5210	5.3220
	206021	5.2100	6.0800	5.6480	6.0330	6.1630
	206030	5.7520	6.5010	6.0180	6.9410	5.7760
利率互换定盘：1Y	FR007	2.5073	2.4861	2.4622	2.4655	2.4654

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）资金面的展望：当前资金面依旧保持宽松，但年初流动性仍存在扰动因素

当前资金面依旧保持宽松，但年初流动性仍存在扰动因素。从财政因素看，政府债券发行量值得关注，债券供给的增加值得警惕。从信贷投放角度看，应当密切关注各类债券供给量的影响，警惕“抢信贷”带来的缴准压力。此外，即将到来的缴税高峰也值得关注。

图 1：本周资金面宽松（%）



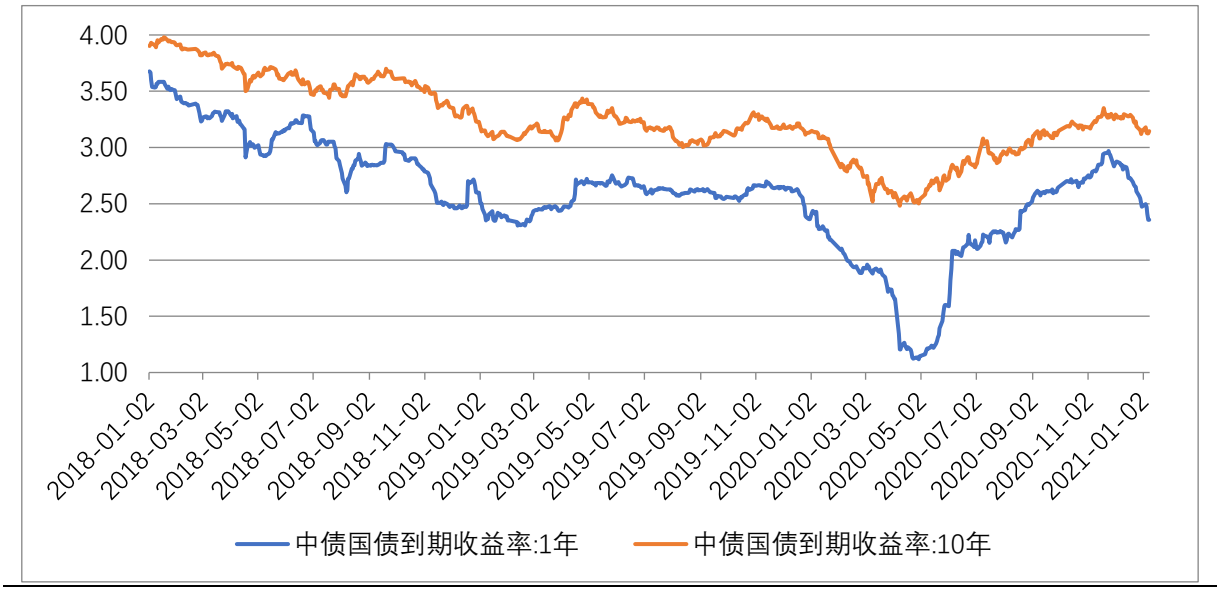
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析：利率曲线继续增陡，宽松的资金面不可持续，债市仍需谨慎

1）利率债走势复盘：央行本周大额净回笼，资金面延续宽松，债市情绪持续上扬

本周，资金面延续宽松，12 月以来央行的态度转变给债券市场情绪带来很大的提振，但是头职责普遍担心跨年之后央行的态度会有明显变化，跨年之后央行虽然大额净回笼资金，但是又每日维持小额投放的状态，投放金额逐日递减，充分诠释了政策不急转弯的态度，再度提振了债市情绪，具体来看。周一，央行公开市场净回笼 1400 亿，资金面依旧宽松，消息面平静，债市投资者担心央行态度转向，长债收益率明显上行；周二，央行继续大额净回笼，资金利率依旧低位，在宽松的资金面推动下市场情绪从谨慎转向乐观，债券收益率大幅下行；周三，资金面依旧宽松，唯一的利空消息是 10 年美债收益率向上突破 1%，但是债市还是在宽松的资金面推动下继续保持乐观，长债收益率小幅下行；周四，公开市场净回笼 1100 亿，资金面边际收敛，长债收益率小幅上行；周五，公开市场净投放 50 亿，资金面依旧宽松，美债收益率由于民主党在参议院席位争夺战中大获全胜，引发美国财政刺激加码的预期，连续两日大幅上行至 1.08%，受此影响，国内长债收益率大幅上行，全周，10 年国债活跃券 200016 与上周收益率持平，为 3.145%；10 年国开活跃券 200215 累计上行 0.025BP 至至 3.5375%。

图 2：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：当前宽松的资金面不可持续，预计货币政策仍将维持紧平衡的状态，长端收益率将重回震荡

资金面虽然宽松，但市场投资者不敢对持续的流动性宽松抱有太多预期，因而推动曲线形态持续陡峭化。11 月中旬以来，中短端与长短利率走势分化，中短端利率受益于宽松的资金面继续下行，而长端利率则上下震荡。期限利差持续扩大，之所以会有这样的曲线形态，主要是因为虽然资金面持续宽松，但是投资者并没有把这种状态解读为货币政策转向，因此长端利率的下行过程谨慎而波折。近期持续宽松的货币环境让市场比较困惑，虽说政策表态不急转弯，但是这样持续的宽松也确实超出市场预期。过于宽松的流动性不仅会让债券投资者过多地加杠杆，也会带来资本市场价格的持续快速上涨，这些可能都是宏观调控当局不愿意看到的。

在近期人民币过快升值的背景下，央行为稳定币值而维持了宽松的局面，随着美债收益率回升，全球经济逐步回升，人民币升值压力缓解，货币政策将重回紧平衡。当前这种持续宽松的状态随着资金的逐渐回笼而逐步收敛，更重要的是当前中美利差较大，美元指数持续走弱，给人民币带来较大的升值压力，2020 年人民币升值幅度达到 6.2%，人民币对美元汇率已经降低至 6.5 以下，虽说央行货币政策调节上是“以我为主”，货币政策对汇率的敏感性要相对弱于利率，但也并不是说央行、外管局等会放任人民币汇率无限升值，尤其是一旦人民币升值开始反噬经济动能，政策层面还是会出手进行调控。近期人民币的持续强势升值，倒逼央行保持宽松的状态，这可能是最近资金面较为宽松的重要原因之一。然而随着美债收益率回升，以及全球复苏共振，人民币升值的压力将有所回落，货币政策也无需再通过持续放松来施压汇率，因此预计未来一段时间资金面将重回平衡略偏紧的状态，期限利差预计将会回落，且长端利率仍将震荡。

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上升

本周同业存单发行量较上周下降，本周存单发行量约 1,756.00 亿元，较上周发行量下降 21.60%。本周存单到期量为 1,507.70 亿元，较上周到期量上升 8.46%。

各期限商业银行存单收益率均下跌，1M 存单收益率较上周下降 10.90bp，3M 期存单收益率较上周下跌 6.83bp，6M 期存单收益率较上周下降 17.50bp，9M 期存单收益率较上周下降 29.05bp。

各期限国股存单收益率均下跌，3M 存单收益率报 2.63%，6M 存单收益率报 2.68%，1Y 存单收益率报 2.82%。

信用债方面，一级市场信用债发行量上升。本周非金融企业短融、中票、企业债和公司债合计发行约 2,278.12 亿元，较上周环比上升 145%。

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 17.54bp、下降 9.26bp、下降 6.64bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别下降 17.53bp、下降 13.27bp、下跌 4.64bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别下降 13.53bp、下降 5.27bp、上升 8.21bp。

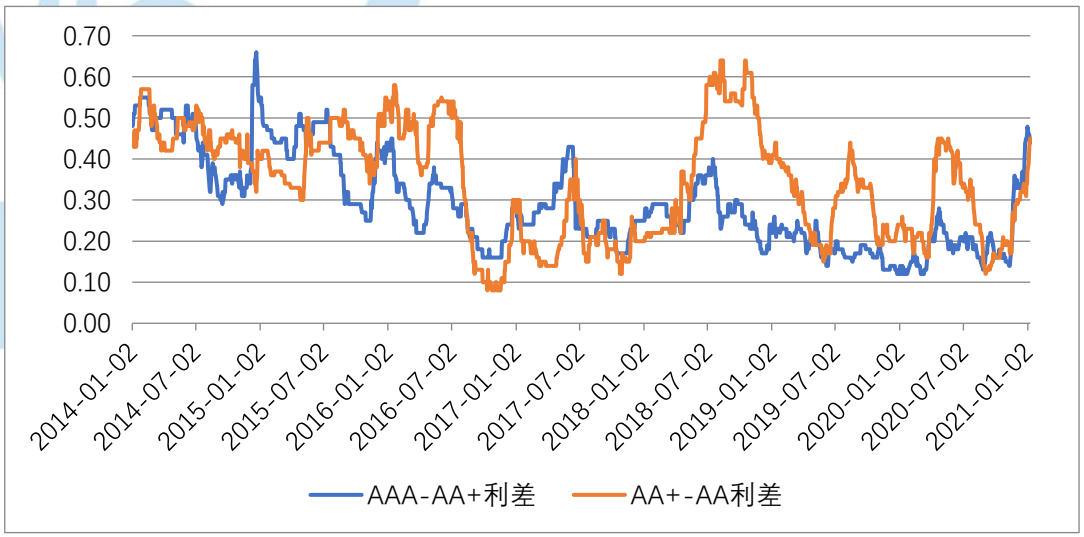
表 4：信用债各期限收益率水平（%）

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	2.965	15.70%	-17.54
信用债(AAA)：3 年	3.4514	20.30%	-9.26
信用债(AAA)：5 年	3.731	19.80%	-6.64
信用债(AA+)：1 年	3.264	17.60%	-17.53
信用债(AA+)：3 年	3.890	31.60%	-13.27
信用债(AA+)：5 年	4.311	35.20%	-4.64
信用债(AA)：1 年	3.704	31.50%	-13.53
信用债(AA)：3 年	4.340	35.90%	-5.27
信用债(AA)：5 年	4.761	33.40%	8.21

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，中低评级信用利差走阔，AAA 与 AA+信用利差较前周收窄 4bp 至 44bp，AA+和 AA 之间的利差较前周走阔 8bp 至 45bp。

图 3：中低级信用利差走阔（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

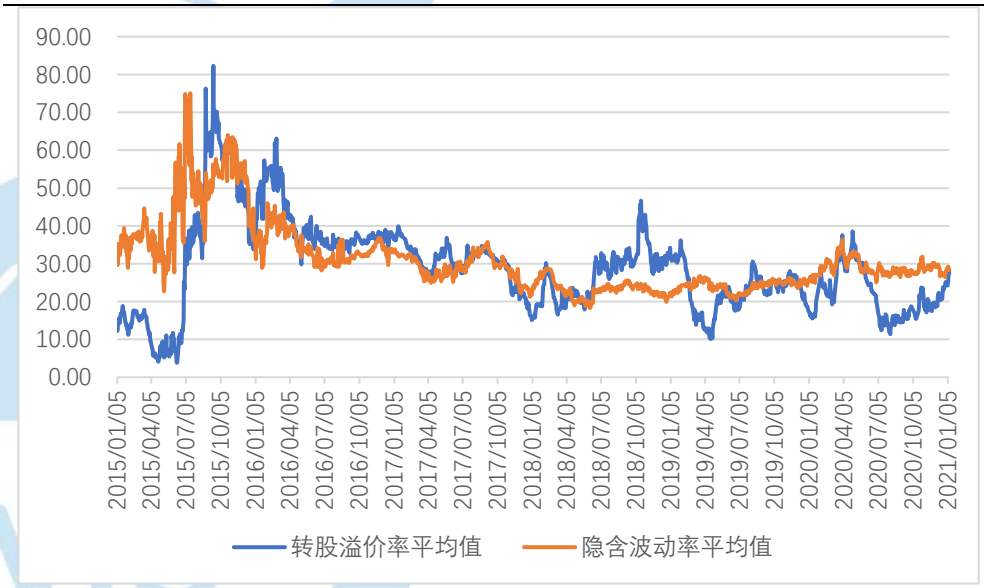
2.4 可转债分析：权益市场全周表现亮眼、放量上涨，转债市场随之上涨，关注 TMT、顺周期、大金融、可选消费、新能源汽车、光伏风电、汽车等行业

1）可转债的走势复盘：权益市场全周表现亮眼、放量上涨，转债市场随之上涨

本周为 2021 年的首个交易周，权益市场全周表现亮眼、放量上涨，上证指数本周突破 3500 大关收于 3570.11 上涨 2.79%，深证成指本周上涨 5.86%，创业板指本周上涨 6.22%，中小板指本周上涨 8.11%，成长风格板块表现优于价值风格板块。可转债市场随权益市场上涨，本周上证转债上涨 1.38%至 333.34，深证转债上涨 1.42%至 265.38，中证转债上涨 1.56%至 374.04，其中，康隆转债、寒锐转债、中矿转债、天康转债、金农转债等领涨，高溢价康隆转债逆正股大跌而投机性大涨，涨幅居首；至纯转债、晨光转债、正裕转债、沪工转债、蔚蓝转债等领跌，至纯转债赎回公告前溢价较高，赎回公告发出后跌幅居首，正裕转债等正股下跌、债券价值保护较弱，跌幅居前。一级方面，本周英特转债、锋龙转债发行，明电转债、朗新转债、威唐转债、永冠转债、九洲转 2、高澜转债六只转债上市。

从近六年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，随着本周权益市场的大幅上涨，转债市场转股溢价率及隐含波动率跟随显著上升。

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、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2）可转债的展望：近期转债整体估值上行难度较大，行情聚焦在正股驱动，关注 TMT、顺周期、大金融、可选消费、新能源汽车、光伏风电、汽车等行业

2021 年转债市场供给预计充足，预计近期转债整体估值上行难度较大，行情聚焦在正股驱动，正股行业轮动和个券阿尔法将提供较好的收益。在政策和正股业绩双驱动下，1 月份转债市场有望继续上行。政策层面，中央经济工作会议在宏观政策定调方面指出 2021 年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，提出要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。业绩层面，1 月份将迎来年报业绩预告披露期，四季度顺周期、可选消费行业、出口产业链盈利持续改善，年报有望取得较好表现。同时，低基数效应下，周期品、计算机、通信以及中游制造等行业这些行业有望在 2021 年 1 季度迎来业绩高增长。

可转债布局层面，短期看，疫苗研发接种推进，全球经济复苏共振或仍将利好顺周期行业上涨。业绩预告反馈情况看，周期品、计算机、通信、中游制造等行业有望 Q1 实现业绩高增。新能源汽车、光伏风电、汽车等行业政策支持力度较大，行业基本面和景气度向上，关注产业链相关个券。综上所述，建议关注以下行业：（1）业绩反馈和春季躁动思路下，建议关注 TMT、顺周期、大金融、可选消费等行业；（2）行业景气度角度，建议关注新能源汽车、光伏风电、汽车等行业；（3）低价个券全面配置时点尚未来到，建议结合正股基本面和正股波动率进行筛选。

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：A 股中期行情展开 结构性特征延续 关注顺周期、可选消费和核心科技

1) 权益市场走势复盘——主要股指持续上行 中期行情进行中

新年第一个完整周主要指数持续上行，印证中期行情趋势：截至周五上证综指报收于 3570 点，周内上涨 2.79%，成功站上 3500 点；同期深证成指和创业板指分别上涨 5.95%和 6.22%，均创出新高。两市合计成交 5.95 万亿元，日均成交环比大幅放大，与股指向上匹配较好。

不过虽然市场指数节节上行，但结构性特征使得投资者获得感较低。盘面上，除绩优龙头公司股价表现突出外，市场中多数个股表现疲软。以周四个股表现为例，A 股四千余只个股中仅有 772 只上涨，占比不足两成，其中涨停 51 只；下跌的个股数量达 3282 只，超过八成，其中跌停 68 只，超过涨停家数。市场结构性特征明显。

图 5：上证综指突破 3450 点箱体上沿 持续新高 中期行情进行中



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，美股三大指数均上涨，道指本周上涨 1.61%，报 31097.9700 点，纳指本周上升 2.43%，报 13201.9800 点，标普 500 指数本周上涨 1.83%，报 3824.6800 点。

股市周五道指由涨转跌，非农大爆冷令风险情绪受到较大波动，一方面加剧了人们对进一步财政刺激的预期，但另一方面疫情局势严峻可能会加大市场的担忧。由于零售股的表现抵消了银行股下滑的影响，标普 500 指数攀升至另一个纪录高位。特斯拉股价已经连续第 11 天上涨，而且日内涨幅再度接近 8%，已

经逼近 900 美元大关。不过美国银行和花旗集团的股价则下跌。随着美国总统权力进入最后的交接阶段，所有的主要美国股指均创下纪录新高，因为投资者已经将目光看向新政府的政策方向，并关注于更多财政援助的前景。周五令人沮丧的非农报告可能会在上个月批准 9000 亿美元援助计划之后，迫使国会尽快推出另一轮财政刺激方案，毕竟民主党已经掌握了白宫和国会参众两院的控制权。

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——A 股中期行情展开，结构性特征延续，继续关注顺周期、可选消费和核心科技

展望后市，从中期逻辑看 A 股仍处有利环境。国内疫情反弹对经济复苏的影响有限，经济保持向好态势，上市公司盈利延续复苏；中央工作会议要求确保十四五开好局，定调宏观政策“不急转弯”，缓解市场对政策过快退出的担忧；监管层持续推动居民财富配置权益市场，新发行基金热度高，股市流动性乐观；美联储延续宽松政策，海外资金加码 A 股，海外股市强势为 A 股营造良好氛围等。

PMI 数据显示经济持续向好。12 月官方制造业 PMI 为 51.9%，较上月下降 0.2 个百分点，高于去年同期 1.7 个百分点，已连续 6 个月保持在 51%以上。其中，分项指标新订单 PMI 较上月下降 0.3 个百分点至 53.6%，连续五个月位于 52%以上，表明当前国内需求增长较为平稳，供需关系稳定。此外，财新中国制造业 PMI 为 53，较 11 月下降 1.9 个百分点，但仍显著高于荣枯线，与官方 PMI 走势一致，彼此印证。

股市流动性呈向好趋势。一方面货币政策预期稳定，短期内收紧概率小。1 月 4 日，央行 2021 年工作会议部署了年度十大重点工作，包括加快完善宏观审慎政策框架，将主要金融活动、金融机构、金融市场和金融基础设施纳入宏观审慎管理等，但并未提及货币政策收敛，预计将延续“不急拐弯”的政策基调。另一方面，增量资金入市积极性大幅提高，场外资金不断入场。一是居民财富通过基金投资进入 A 股，本周内景顺长城核心、广发兴诚等多只基金发行受到火爆认购。二是海外刺激政策加码，弱美元支持人民币升值趋势，外资流入 A 股趋势延续，1 月 8 日单日净流入资金高达 200 亿元。

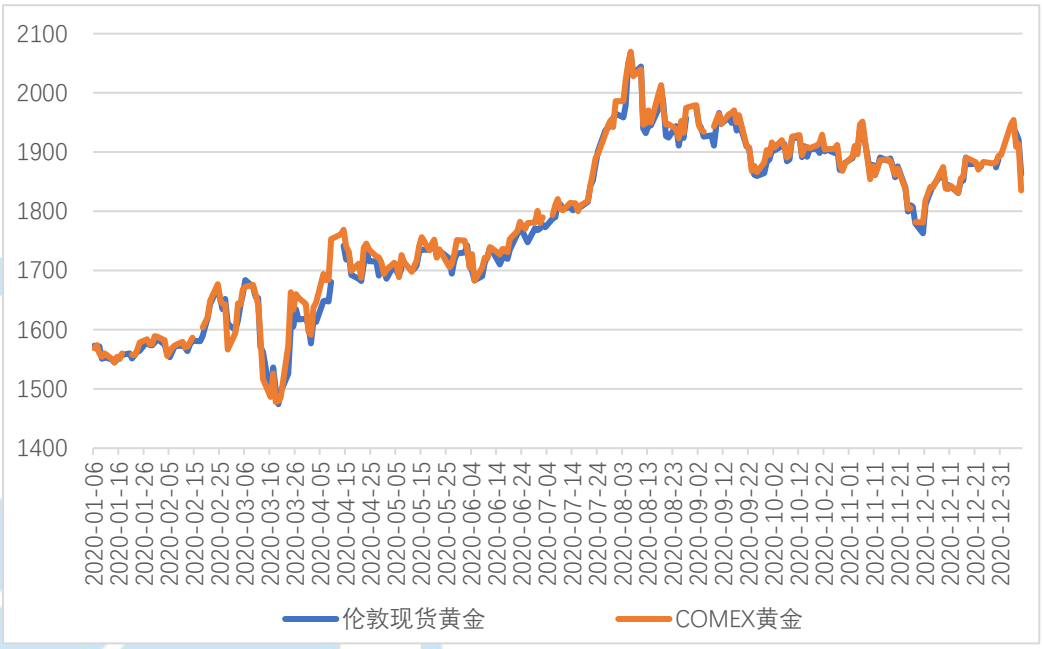
综上，基本面与流动性依然有利于 A 股。我们继续看好市场中期趋势，但同时提示注意市场结构性特征：当前围绕极少数头部公司的“漂亮 50”行情，随着此类公司的估值水平大幅超出合理区间，短期将有较大止盈压力。预计 1 月后续 A 股仍将以结构性机会为主，行情有望向二线绩优公司扩散转移。

基于公司内在价值的判断，以合理及低估的价格买入优质公司，是投资成功的重要保障。策略上，建议谨慎追涨“漂亮 50”，理性投资，积极挖掘估值合理的二线绩优公司。板块配置方面，建议继续关注广义顺周期板块：汽车板块、家电板块、大金融（优质银行、保险、证券）和以酒店、电影、旅游、免税等为代表的可选消费，以及具备硬核科技实力的科技龙头。

3.2 黄金市场分析：美大选基本落地，美债收益率飙升带动美元反弹，金价大跌

周五，伦敦现货黄金价格较周四大跌 57.2 美元，或-2.98%，收报于 1862.9 美元/盎司，全周累计跌幅 1.31%；美国 COMEX 黄金期货结算价大跌 78.2 美元，或-4.09%，收报于 1835.4 美元/盎司，全周累计跌幅 3.15%。

图 7：美债收益率飙升和美元反弹导致金价大跌（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

导致本周金价大跌的主要因素是随着美民主党掌控参议院以及美大选基本落地，美债收益率大幅飙升，美股连续创下历史新高，带动美元反弹，降低了黄金的吸引力。欧美疫情意外恶化和美元持续贬值下，金价在去年 12 月份基本呈上涨趋势，伦敦金现累计涨幅超 7%。本周美国大选演化左右了金价行情，上半周在乔治亚州参议院两个席位选举前，美元指数继续下滑，金价保持了之前的强势，伦敦金现一度升至逼近 1950 美元。但周三参议院选举结果显示新总统拜登领导的民主党赢得最后关键的两个席位，从而掌握参议院，为其未来施政铺平了道路，导致 10 年期美债收益率大幅飙升，自去年 3 月以来首次升破 1%关口，同时带动美元指数反弹，黄金受到严重抛压大跌超 2%。随后，尽管美国发生了历史罕见的政治暴动，特朗普支持者短时间占领了美国国会大厦，但暴动很快得以平息，美政府权力交接平稳过渡基本无悬念，美债收益率连续飙升，金价再次受重创大跌超 3%。

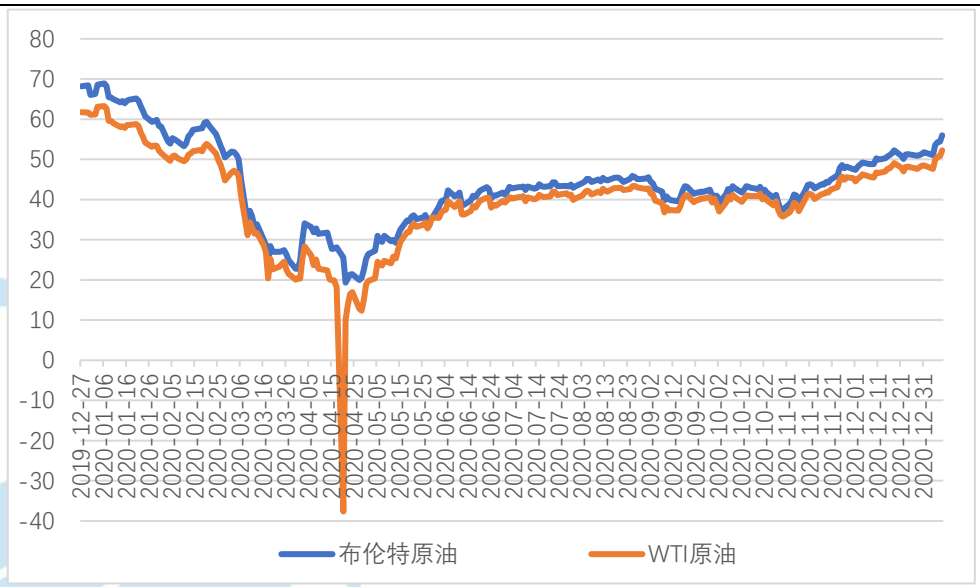
美政治局势走向和新冠疫情发展将左右未来一段时间金价的走势，料金价将震荡上行。本周美国会暴乱发生后，多数民主党人呼吁对特朗普进行弹劾，预计下周将提出弹劾条款，尽管距离美国权力正常交接不到两周时间，特朗普仍有被弹劾下台的可能，这将增加美国政治局势的不确定性，利好于黄金。上周特朗普签署新的经济纾困法案，由于法案整体刺激力度不及预期，市场期待民主党的胜选将推出规模更大的刺激计划，这也将对黄金利好，金价整体重心或将上移。另一方面，尽管疫苗进展提振市场对于经济复苏

的预期，但受制于当前疫苗产能有限，疫苗接种速度不及原先预期，一季度经济二次探底的压力将给予金价一定支撑。因此我们短期仍看好黄金，预计金价在疫情扰动和美新经济刺激计划下将以震荡上行为主。

3.3 原油市场分析：受沙特意外减产、美政权平稳交接等消息刺激，油价大涨至 50 美元以上

周五，布伦特原油期货合约结算价较周四上涨 1.61 美元，或 2.96%，收报于每桶 55.99 美元，全周累计大涨 8.09%；美油期货合约结算价上涨 1.41 美元，或 2.77%，收报于每桶 52.24 美元，全周累计大涨 7.67%。两油均创下去年 2 月以来的新高，也创下去年 11 月 13 日以来的单周最大涨幅，当时美国大选结果出炉显示拜登当选以及辉瑞公司公布疫苗有效性高达九成以上，导致油价大涨。

图 8：利好消息刺激油价大涨（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

本周油价大涨主要是受到两个消息的刺激，均和基本面有关，一个是为了 OPEC+达成维持原有减产力度，沙特同意额外减产，另一个是美国政权在大选后平稳交接的可能性增加，从而导致经济不确定性减少，原油需求前景增加。

在周一 OPEC+召开的会议上，沙特反对增产，俄罗斯则呼吁提高产量，导致会议陷入僵局，但周二重新开会，沙特意外做出让步自愿减产 100 万桶/日，从而让 OPEC+一致同意在 2 月和 3 月可以继续维持当前产量不变，以应对给新一轮疫情封锁，受此消息提振，原油大涨近 5%，周三油价又继续上涨超 1%，当天 EIA 公布的数据显示原油库存大幅下降也助推了油价的涨幅。

影响油价的另一个消息与美国大选有关，周三是美国国会最终确认美国下一届总统的日期，但是当天却发生了美国历史上罕见的暴动，现任总统特朗普的支持者冲击并一度占领了美国国会大厦，以抗议国会认证特朗普竞选失败，不过暴动仅维持了数小时便被平息。事后，美国政治高层和世界一些主要国家领导人均对此次暴动进行了谴责，美国会民主党领导人呼吁对特朗普进行弹劾，推特、脸书等社交平台也永久关停特朗普账号，在各方压力之下，特朗普承诺将在 1 月 20 日和平过渡总统权利，自此美国政权过渡具有了一定稳定性，不确定性进一步消除，油价在后两天连续上涨，周五更大涨近 3%。

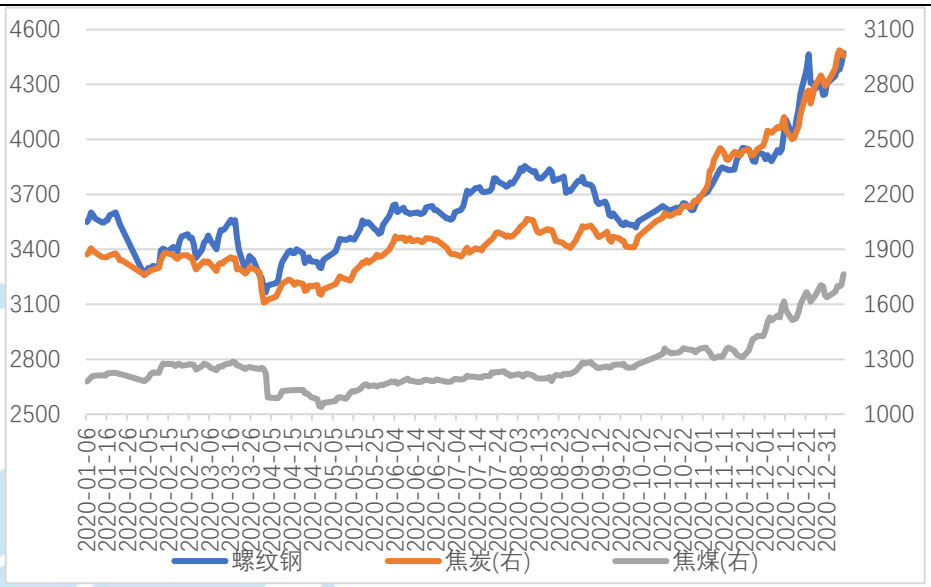
近期疫情蔓延势头如果不能得到有效遏制，燃料需求前景仍将受到压制，油价或将在短期内出现回调。考虑到 OPEC+维持现有产量不变，未来疫情将成为阻碍油价上涨最大的不确定性因素，目前英国传染性更

强的新变种病毒在全球许多国家蔓延，导致欧美许多国家新增保持在高位，加上疫苗接种不及预期，美国周五创下死亡病例历史新高，美国失业率不降反升表明经济正在走弱，世界各国为遏制疫情反弹而重新采取的严格限制正在给燃料消耗蒙上阴影，削弱了今年上半年的能源需求前景。因此，油价存在短期回调可能，我们维持年报中对原油价格的预测，即在每桶 50-60 美元之间震荡。

3.4 黑色产业链分析：市场看多经济复苏下原材料需求回升，黑色系价格延续上涨行情

黑色系产品价格继续延续前期涨势，周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周同期每吨大涨 167 元，收报于 4473 元/吨，全周涨幅 3.88%；焦炭价格每吨大涨 153 元，收报于 2957.5 元/吨，涨幅 5.46%；焦煤价格每吨大涨 126 元，收报于 1764 元/吨，涨幅 7.69%。

图 9：黑色系继续延续涨势，本周大涨（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

尽管冷冬影响下游需求，但期市交投仍活跃，包括大宗商品在内的原材料价格延续上涨行情，继续推动黑色系价格上涨，产业链上游价格涨幅居前。基本面上，本周全国大部分地区出现大幅降温进入冷东模式，一些地区气温创下数十年来最低，导致下游行业对螺纹钢需求减弱，加上春节假期行情通常偏淡，现货市场成交量低位运行，同时钢厂产量保持高位不减，螺纹钢累库速度加快。从实际运行数据看，本周螺纹钢产量 349.49 万吨，较上周仅微降 0.78 万吨；总库存（厂库+社库）655.3 万吨，较上周大幅增加 33.05 万吨；表观消费量 316.44 万吨，较上周增加 1.96 万吨。但市场看多情绪浓厚下，螺纹钢的主要生产原材料包括双焦、动力煤、铁矿石价格延续上涨行情，成本较强支撑推动螺纹钢期价继续上涨，整体看节前螺纹钢市场仍偏强运行，短期关注美总统换届以及疫情发展可能带来的投资风险偏好冲击。

双焦价格在市场对原材料价格普遍看多行情下大涨。近一段时间以来，市场普遍看好今年经济复苏将带来原材料需求回暖，各种原材料价格延续上涨行情，在市场普遍看多情绪下，双焦期价继续大幅上涨。基本面方面，焦炭第十二轮提涨吨 100 元即将落地，部分钢厂已接受报价，焦企利润继续走强，开工积极性高，本周焦企平均开工率 69.31%，较上周增加 1.82 个百分点。需求端，下游钢厂产量保持高位，补库也较积极。短期应关注国内石家庄疫情以及美大选可能导致的国际大宗市场情绪变化对焦炭价格的边际影响。焦煤方面，受制于近期进口政策，蒙煤通关量较少，澳煤无法通关，而下游焦化厂在高利润支撑下需求保持旺盛，因此焦煤供需整体偏紧格局保持不变。

3.5 人民币兑美元汇率分析：人民币强势升值，重回 6.40 时代，预计未来重回双向波动

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.4708，较上周上涨 0.83%。即期汇率报 6.4719，较上周下降 1.04%。

人民币强势升值，重回 6.40 时代，对于人民币汇率的快速升值，主要源于三方面：一是对人民币看涨情绪的集中释放。1 月 4 日，六大部门联合发布《关于进一步优化跨境人民币政策 支持稳外贸稳外资的通知》，进一步拓宽跨境人民币使用范围，简化跨境人民币结算流程和操作便利性，此举有利于吸引跨境资本流入，进一步加剧了市场对于人民币的看多情绪，推动人民币快速升值。二是近期签署 RCEP、中欧投资协定等多边框架，显著改善了中国外部发展环境，有利于推动跨境贸易和投资发展，进一步提振了市场对于中国经济稳定发展和人民币升值的信心。三是从全球疫情防控看，欧美等发达经济体近期疫情不断反复，经济复苏进程大大延后，2021 年中国经济将继续一枝独秀，支撑了市场对人民币的信心。

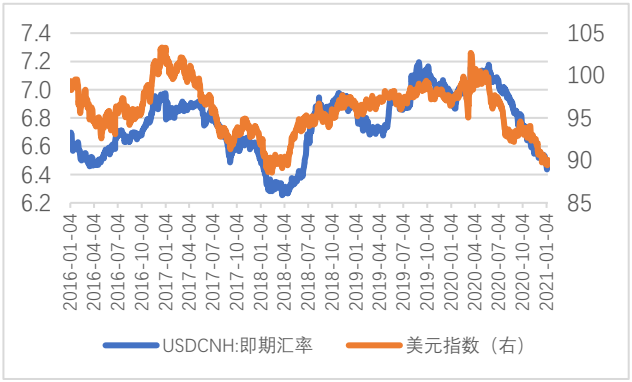
人民币汇率在 2021 年开年延续去年强劲走势，长期来看，人民币汇率整体呈现双向波动。当前人民币相对其他新兴市场货币的比价优势减弱，2021 年随着疫苗上市接种，预计各主要经济体将有所反弹，如果后续全球共振复苏，会自发进入“人民币过强—影响出口—贸易顺差下降—人民币走弱”的自我调节中，因此预计人民币汇率难以继续保持强劲升值的状态，整体呈现双向波动。

图 10：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 11：美元指数持续下跌



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，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。