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:公开市场延续大额净投放，债券收益率明显下行（2020.12.21-2020.12.25）



## 摘要


- **工业企业利润：随着国内需求继续修复和出口超预期增长，工业企业利润增速仍保持较高水平，生产经营状况稳步改善。**尽管基数效应减弱，但 11 月工业企业利润仍保持在较高水平，使得前 11 个月累计利润增速继续提升，其中制造业的利润改善程度较明显。化工有色、煤炭、纺织、石油加工等一些传统行业利润因上游原材料价格高企及大宗商品牛市行情出现改善。

- **资金面及央行公开市场操作：央行公开市场净投放 3200 亿元，本周资金面均衡偏宽松，春节前资金面大概率维持宽松,近期的 MLF 操作预示着货币政策未来将更加灵活。**银行间市场月内资金非常充裕，隔夜回购利率下行至 0.86%，周四七天品种大幅下行报在 2.4%附近。央行连续净投放后月内流动性愈发充沛，不过非银机构跨年价格仍坚挺。春节前资金面大概率维持宽松。近期的 MLF 操作预示着货币政策未来将更加灵活，银行负债端压力有望进一步缓解。
- **利率债：货币政策年末的大幅宽松操作意在短期纠偏及维护跨年资金面，不等于重启宽松，预计一季度货币政策宽松操作有所收敛，债市收益率仍将震荡。**按照今年货币政策的操作风格："不让市场缺钱，也不让钱溢出来"，显然，当前市场已经难言缺钱。由于惯性，存单利率向下"击穿"2.95%应该是大概率事件，但利率不会持续下行，否则可能招致"反向"纠偏。我们倾向于认为，至少在明年一季度，资金面将维持"不缺不溢"状态。预计一季度公开市场操作方面会有所调整，意在不给市场释放过于宽松的预期，因此预计一季度资金面将有所收敛甚至波动，从而造成债市的波动，但是从往年的历史数据来看，一季度熊市的情况较少出现，原因可能是年初是全年经济预期形成的时间，而两会前货币、财政政策通常会保持相对稳定，政府债供给量偏少，较为宽松的资金面主导下，利率大幅上行的可能性有所降低，预计一季度债市收益率仍以震荡为主。
- **可转债：权益市场震荡上行，可转债各市场涨跌不一，建议关注顺周期、制造业与消费龙头、价格回落但正股优质的科技、消费、银行品种。**权益市场震荡上行，可转债各市场涨跌不一，光伏、有色金属、新能源表现较好。经历近期的信用冲击后，转债市场前期较高的估值得到调整。权益市场仍处于跨年的轮动慢涨期，继续把握结构性机会，转债胜负手依旧来源于正股，关注顺周期、制造业与消费龙头、价格回落但正股优质的科技、消费、银行品种。


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 股中期持续向好 关注广义顺周期、可选消费和核心科技。**本周上证综指延续震荡，全周微涨 0.05%，但创业板指创出近期新高，量能环比放大。展望后市，随着年底不利因素影响过去，市场中期形势总体向好。有利因素包括：国内经济保持向好态势；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延续整体宽松；监管层持续推动居民财富配置权益市场，股市流动性乐观；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。不利因素包括：短期国内外新冠疫情干扰，国内反垄断监管趋严，对结构性高估值分歧加大等。总体上，我们继续看好 A 股中长期走势，投资者应超脱短期震荡布局中期机会。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、可选消费；关注核心科技股和优势资源股。
- **黄金：英现新病毒株等引发市场一定恐慌及美元指数下降，造成金价微跌。**临近西方圣诞假日，市场交投较清淡，金价波动不大。受英国发现新病毒株、脱欧谈判实现突破性进展以及美国会通过新一轮财政刺激方案等综合影响，金价先涨后跌，全周累计略微下跌。预计节后随着市场交投重回活跃，节前一些未被市场所完全消化的消息将继续发酵，英国新疫情、美国新经济刺激法案等或将推动金价短期上升。
- **原油：油价受英国新病毒株消息及特朗普未能批准新援助法案的拖累而下跌。**过去一周，国际油价主要受英国新型病毒株消息的打压，特朗普意外未能签署新经济援助法案也对油价产生拖累，但 EIA 原油库存下降、英国达成脱欧协议等仍给油价提供一定支撑。不过疫情及疫苗消息仍然是影响油价涨跌的主要因素，预计近期包括中国在内的更多疫苗上市的利好消息将公布，预计油价仍将上涨。
- **黑色产业链：供给减少且需求不减导致供需偏紧，黑色系价格继续上涨。**螺纹钢现货交易延续低迷行情，每日成交量处于较低水平，但期货市场受供需结构偏紧影响，价格高位震荡。进入严寒冬季以及接近春节，需求将放缓，市场对近期累库预期依然较强，螺纹钢价格持续反弹或缺乏动力，近期市场将以震荡为主。去产能政策效果继续推动焦炭大涨，下游铁水产量维持高位但焦炭产量继续下降，供应缺口扩大，焦炭价格仍驱动向上。受年底环保要求和海关政策影响，焦煤供给仍受冲击，价格或继续高位震荡。
- **人民币汇率：美元预计仍将延续弱势，明年人民币会进一步的走向升值。**从宏观经济前景看，未来美元面临的基本面难言有利。即便新一轮经济刺激计划能够带动美国经济出现积极变化，但与其他主要经济体相比，美国当前复苏进程仍相对滞后。民主党拜登当选后，特朗普的单边贸易保护主义政策会被逆转，这对中国、欧盟等的出口贸易构成利好，有助于这些国家和地区经济的进一步恢复与增长。因此全球经济转向复苏同样会令美元由于全球资金避险需求下降而面临承压。此外，美联储极低的基准利率将使得美元指数在未来仍面临着下行压力。需要指出的是，美元弱势不代表美国经济会一直处于下行状态。拜登当选后在一定程度上有助于缓和国内分歧，增加抗击疫情力度，这些都会利好美国经济，但这些因素却不足以支持美元的走强。预计近期的美元下滑将在 2021 年继续，人民币等新兴市场货币仍有反弹空间。

**风险提示：货币政策超预期收紧 信用风险集中爆发**

目录

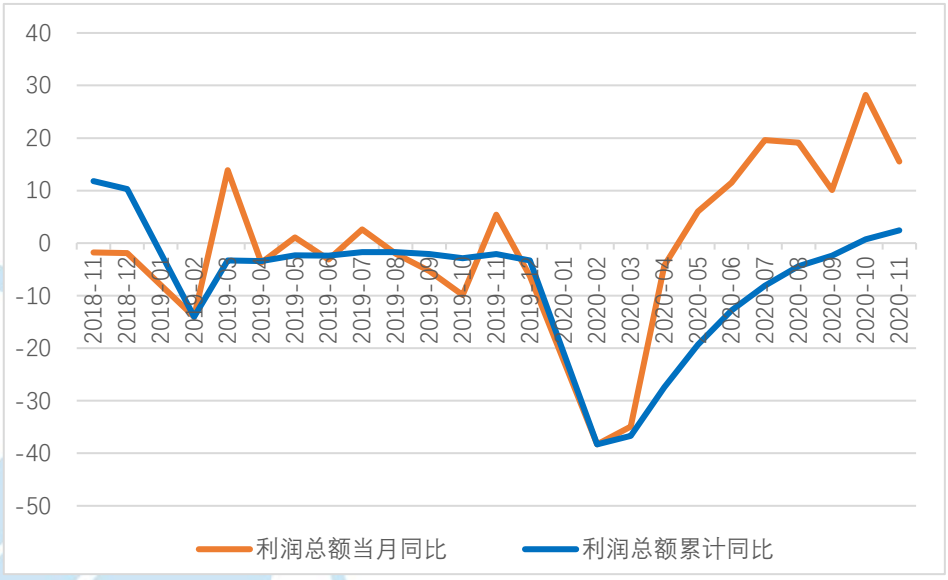
一、 本周重点经济数据分析 ..... 4
1.1 工业企业利润数据 ..... 4
1.2 每周要闻 ..... 5
二、 固定收益市场分析 ..... 6
2.1 资金面分析 ..... 6
2.2 利率债走势分析 ..... 7
2.3 存单与信用债分析 ..... 9
2.4 可转债分析 ..... 10
三、 主要资产价格分析 ..... 11
3.1 权益市场分析 ..... 11
3.2 黄金市场分析 ..... 14
3.3 原油市场分析 ..... 15
3.4 黑色产业链分析 ..... 15
3.5 人民币兑美元汇率分析 ..... 16

## 一、 本周重点经济数据分析

### 1.1 随着国内需求修复和出口超预期增长，工业企业利润增速仍保持在较高水平，经营状况稳步改善

**随着国内经济持续向好和出口超预期增长，供需两端尤其是需求端逐渐修复，工业企业生产经营状况稳步改善。**国家统计局 12 月 27 日公布的数据显示，11 月规模以上工业企业利润总额同比增长 15.5%，较 10 月大幅回落 12.7 个百分点；1-11 月累计，规模以上工业企业利润总额同比增长 2.4%，较 1-10 月提升 1.7 个百分点。国家统计局称，11 月工业企业利润同比增速大幅回落，主因是去年 10 月同期基数较低但 11 月基数效应有所减弱导致。

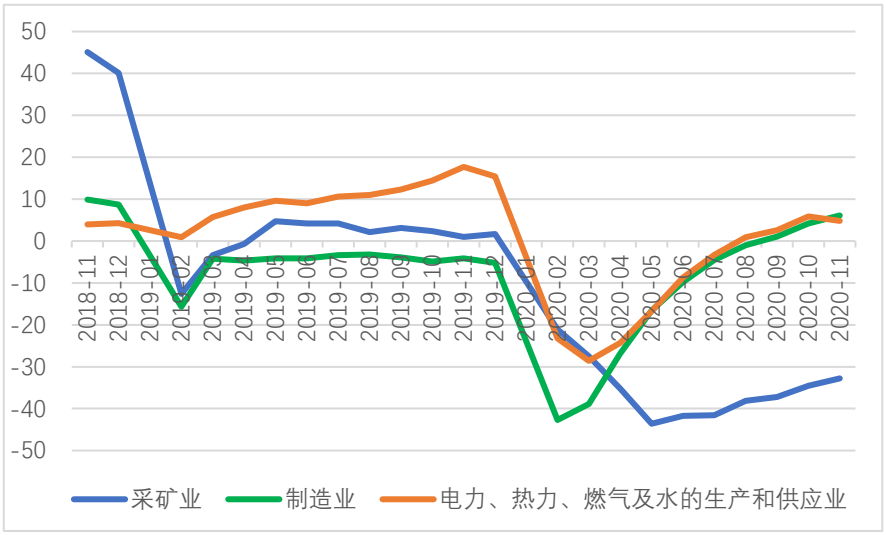
**图 1：11 月工业企业利润同比增长 15.5%，累计利润同比增长 2.4%（%）**




*资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部*

**从三大行业累计利润看，受国内需求改善及出口快速增长的拉动，制造业的利润改善程度较明显。**1-11 月，制造业企业累计利润同比增长 6.1%，较 1-10 月提高 1.9 个百分点。其他两个行业利润增速稍逊色，其中采矿业利润同比下降 32.8%，降幅收窄 1.7 个百分点；电力、热力、燃气及水的生产和供应业同比增长 4.8%，回落 1.1 个百分点。

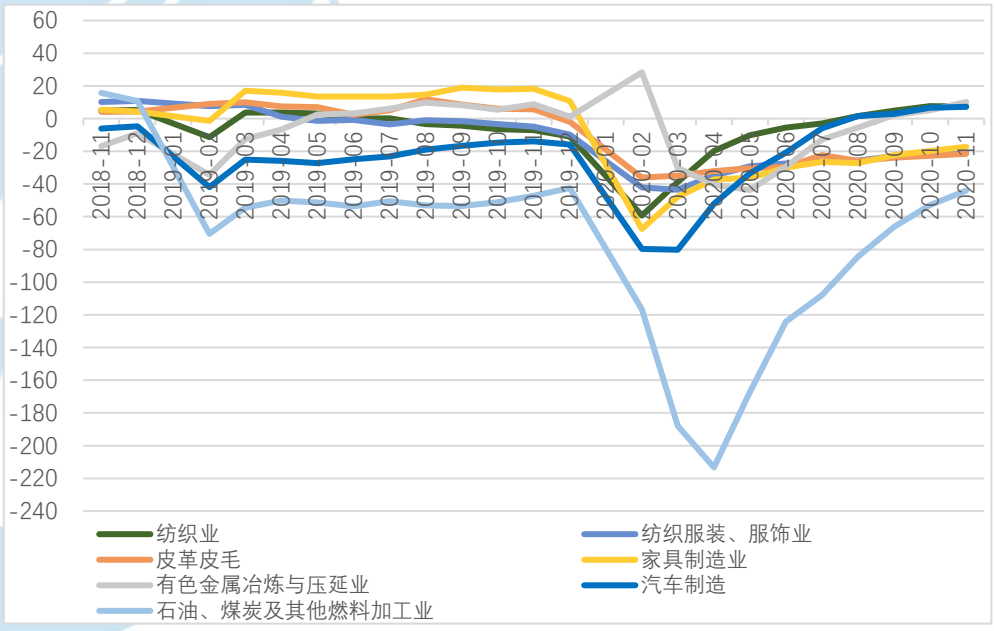
**图 2：11 月制造业利润改善较为明显（%）**




*资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部*

**超过半数行业利润均同比增加，一些传统行业利润因大宗牛市行情出现改善。**1-11 月，41 个工业大类行业中有 25 个行业利润总额同比增加，近期大宗商品和原材料市场迎来一波牛市行情，带动一些传统行业利润状况发生变化。随着北半球进入寒冷冬季，动力煤需求增加，价格上涨推动煤炭行业利润加速修复；在出口替代效应以及西方传统假期等消费季拉动下，纺织服装、皮革毛皮、家具制造等行业利润降幅出现不同程度收窄；在原油及相关金属价格上涨的影响下，石油加工业累计利润降幅收窄 8.8 个百分点，化工、有色等行业累计利润增速分别加快 7.7 个、5.1 个百分点。

**图 3：大部分行业利润同比增加，一些传统行业利润出现改善（%）**




*资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部*

## 1.2 每周要闻

1、证券业协会新规拟重拳整治公司债券低价恶性竞争

2020 年 12 月 25 日，中国证券业协会就《公司债券承销业务规范（修订版征求意见稿）》公开征求行业意见，剑指公司债券低价竞争乱象，规范公司债券市场的发展。通过规范公司债券承销业务，有助于优化行业展业环境，有助于遏制行业内存在的不良竞争现象。在公告中，证券业协会明确将通过“建立内部报价约束制度的总体要求、明确承销报价内部约束制度的构成要素”等五个方面建立健全承销报价内部约束制度。

2、金融监管部门将对蚂蚁金服进行二次约谈

据央行官网近日发布的通知公告，中国人民银行、中国银保监会、中国证监会、国家外汇管理局将于近日约谈蚂蚁集团，督促指导蚂蚁集团按照市场化、法治化原则，落实金融监管、公平竞争和保护消费者合法权益等要求，规范金融业务经营与发展。继首次约谈 1 个多月后，金融监管部门将再次约谈蚂蚁集团。这表明规范平台经济发展已刻不容缓，也再次表明监管部门加强监管、促进平台经济健康发展的严肃态度和坚定决心。对此，蚂蚁集团发公告回应称，“今日收到监管部门的约谈通知，我们将认真学习和严格遵从监管部门的要求，不折不扣地做好相关工作的落实。”

## 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 3200 亿元，本周资金面均衡偏宽松，春节前资金面大概率维持宽松，近期的 MLF 操作预示着货币政策未来将更加灵活

**1）央行的公开市场操作：央行公开市场净投放 3200 亿元**

央行公开市场本周累计进行了 4300 亿元逆回购操作，本周有 600 亿元逆回购和 500 亿元国库现金定存到期，因此本周全口径净投放 3200 亿元。下周以及元旦假期（2020 年 12 月 28 日至 2021 年 1 月 3 日），央行公开市场将有 800 亿元逆回购到期，其中周一至周四均到期 100 亿元，周五（元旦）到期 400 亿元，恰逢节假日顺延至 1 月 4 日到期，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 | -200 | -100 | -100 | -100 | -100 |
| 7 天 | 100 | 100 | 100 | 100 | 400 |
| 14 天 | 1000 | 1200 | 1000 | 300 | 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 | -500 |
| 净投放 | 900 | 1200 | 1000 | 300 | -200 |

*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。**银行间市场月内资金非常充裕，隔夜回购利率下行至 0.86%，周四七天品种大幅下行报在 2.4%附近。央行连续净投放后月内流动性愈发充沛，不过非银机构跨年价格仍坚挺。

**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 | 1.5269 | 1.0651 | 0.6898 | 0.6941 | 0.8606 |
| | R007 | 2.2451 | 2.1904 | 2.0478 | 1.7735 | 2.4668 |

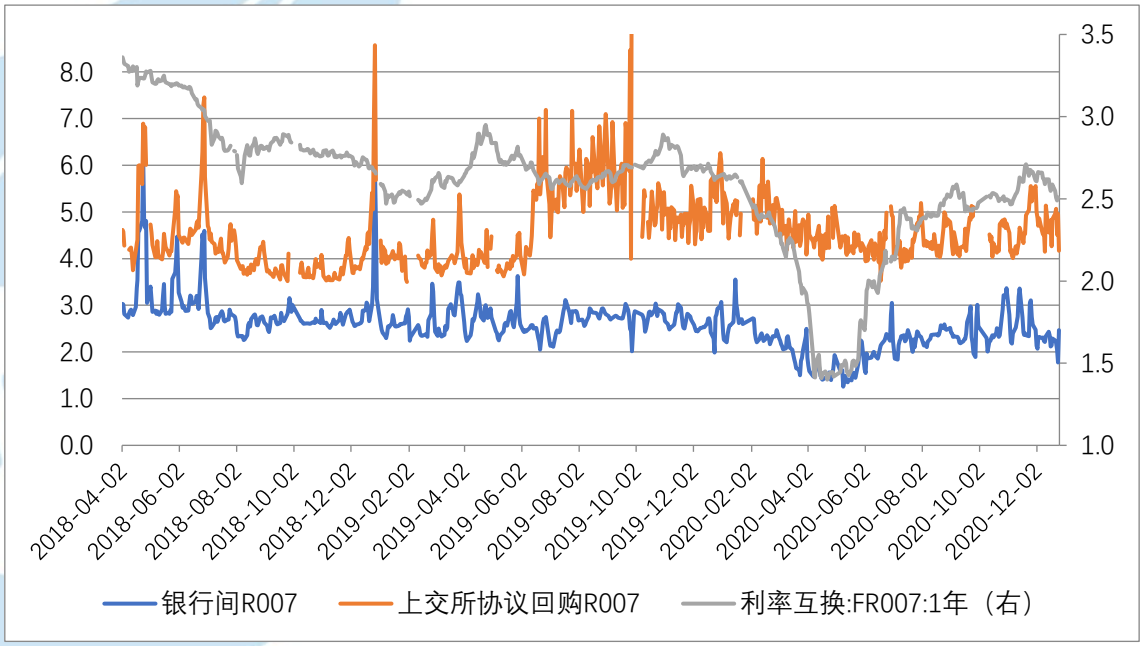
| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | R014 | 3.2310 | 3.2172 | 3.2252 | 3.1364 | 3.1588 |
| | R021 | 3.2815 | 3.1745 | 3.1834 | 3.1081 | 3.1914 |
| | R1M | 3.4710 | 3.3133 | 3.2518 | 3.3808 | 3.9654 |
| 上交所协议回购 | 206001 | 5.5950 | 4.8460 | 5.6090 | 4.4420 | 4.4421 |
| | 206007 | 4.9560 | 5.0670 | 4.5110 | 4.9580 | 4.1670 |
| | 206014 | 5.3700 | 5.6590 | 5.3620 | 5.6140 | 6.0250 |
| | 206021 | 5.7740 | 5.4860 | 5.4030 | 5.3520 | 5.5460 |
| | 206030 | 5.3370 | 6.1350 | 6.2110 | 6.6170 | 6.2360 |
| 利率互换定盘：1Y | FR007 | 2.5487 | 2.5074 | 2.4909 | 2.5102 | 2.5103 |

*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：春节前资金面大概率维持宽松，近期的 MLF 操作预示着货币政策未来将更加灵活**

央行可能会组合运用普惠降准、定向中期借贷便利(TMLF)和 MLF 进行对冲。从基本面看，2021 年制造业和限额以下消费的恢复仍需要货币政策大力支持，而每年 1 月普惠金融考核后大概率会给合格机构定向降准，以支持小微和民营企业发展。从操作层面看，2020 年 5 月以来 MLF 操作逐步常态化，12 月 MLF 超额投放后宽松小周期得到确认，为填补 2021 年春节前约 2 万亿的资金缺口，可能还会有 MLF 和 TMLF 投放。春节前资金面大概率维持宽松。近期的 MLF 操作预示着货币政策未来将更加灵活，银行负债端压力有望进一步缓解。

**图 4：本周资金面均衡偏宽松（%）**



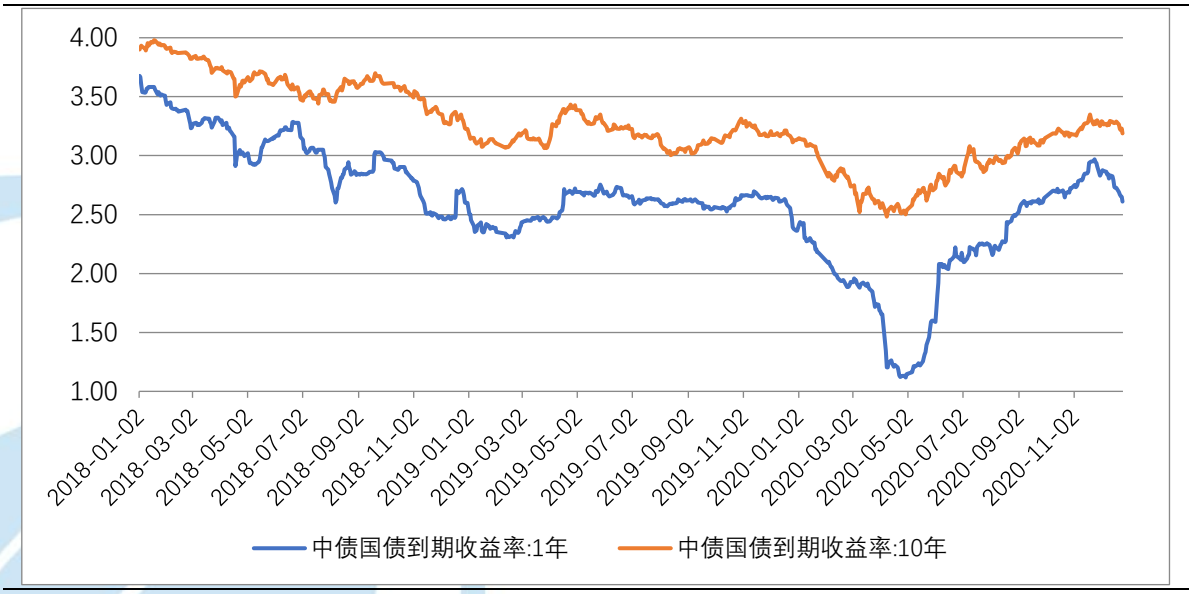

*资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部*

## 2.2 利率债走势分析：本周利率债长端收益率明显下行，预计明年一季度债市仍将以震荡为主

**1）利率债走势复盘：本周央行净投放逐日下降，资金面延续宽松，长端利率债收益率大幅下行**

本周，央行持续净投放，资金面延续宽松，长债收益率明显下行。周一，周五晚间中央经济工作会议提到政策不会急转弯，对债市形成短暂的利好，加之当日公开市场投放 900 亿，资金面泛滥，英国新冠病毒变异失控，全球避险情绪升温，长债收益率明显下行；周二，公开市场净投放 1200 亿，央行超预期开展 14 天逆回购操作，显示货币政策继续呵护市场的意愿，资金全面宽松，黑色系大宗商品价格回落，债市做多情绪进一步发酵，长债收益率再度下行；周三，公开市场净投放 1000 亿，资金面极度宽松，隔夜加权利率跌至 0.5878%的历史低点，长债收益率继续明显下行；周四，公开市场净投放较前几日减量，净投放 300 亿，资金面依旧宽松，债市收益率连续几日大幅下行之后，情绪变得谨慎，毕竟资金面的宽松更多是因为央行意在维护跨年资金面稳定，而并非转向宽松；周五，公开市场全口径净回笼 200 亿，资金面延续泛滥，债市情绪再次高涨。本周，10 年国债活跃券 200006 收益率全周累计下行 7.25BP 至 3.22%，10 年国开债活跃券 200215 收益率全周累计下行 8.9BP 至 3.586%。

**图 5：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：12 月债市长短端收益率均明显下行，期限利差走扩至历史均值，预计一季度货币政策宽松操作有所收敛，债市收益率仍将震荡**

**11 月债券市场信用风险爆发以来，央行持续通过大额投放来稳定市场，短端债券收益率下行明显。**同业存单收益率大幅回落，1 年期国股行存单发行利率已经回落至 3%的位置，与 11 月底高点相比已经回落了约 30 个 BP，与 1 年期 MLF 利率相比仅剩下约 5 个 BP 的空间。同时，短端收益率也下行较多，国债 10y-1y 期限利差已经走扩至 56 个 BP。如果以“均值±1 个标准差”作为 2012 年以来期限利差波动的正常范围，可以看到除特殊情况外（例如今年 4 月），期限利差总是在这一范围内波动，此前 11 月底一度逼近区间下限，如今已经从极度平坦的状态回归至均值附近。

**货币政策年末的大幅宽松操作意在短期纠偏及维护跨年资金面，不等于重启宽松，预计一季度货币政策宽松操作有所收敛，债市收益率仍将震荡。**按照今年货币政策的操作风格：“不让市场缺钱，也不让钱溢出来”，显然，当前市场已经难言缺钱。由于惯性，存单利率向下“击穿”2.95%应该是大概率事件，但利率不会持续下行，否则可能招致“反向”纠偏。我们倾向于认为，至少在明年一季度，资金面将维持“不缺不溢”状态。预计一季度公开市场操作方面会有所调整，意在不给市场释放过于宽松的预期，因此预计

一季度资金面将有所收敛甚至波动，从而造成债市的波动，但是从往年的历史数据来看，一季度熊市的情况较少出现，原因可能是年初是全年经济预期形成的时间，而两会前货币、财政政策通常会保持相对稳定，政府债供给量偏少，较为宽松的资金面主导下，利率大幅上行的可能性有所降低，预计一季度债市收益率仍以震荡为主。

## 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上涨，本周存单发行量约 4,385.70 亿元，较上周发行量上涨 36.10%。本周存单到期量为 3,772.10 亿元，较上周到期量下降 36.46%。

各期限存单收益率均下跌，1M 存单收益率较上周下降 10.59bp，3M 期存单收益率较上周下跌 4.96bp，6M 期存单收益率较上周下降 3.29bp，9M 期存单收益率较上周下降 0.26bp。

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 1,917.91 亿元，较上周环比下降 54.32%。

**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 9.89bp、下降 15.54bp、下降 10.63bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别下降 6.91bp、下降 6.55bp、下降 3.63bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别下降 3.91bp、下降 6.55bp、上升 1.13bp。

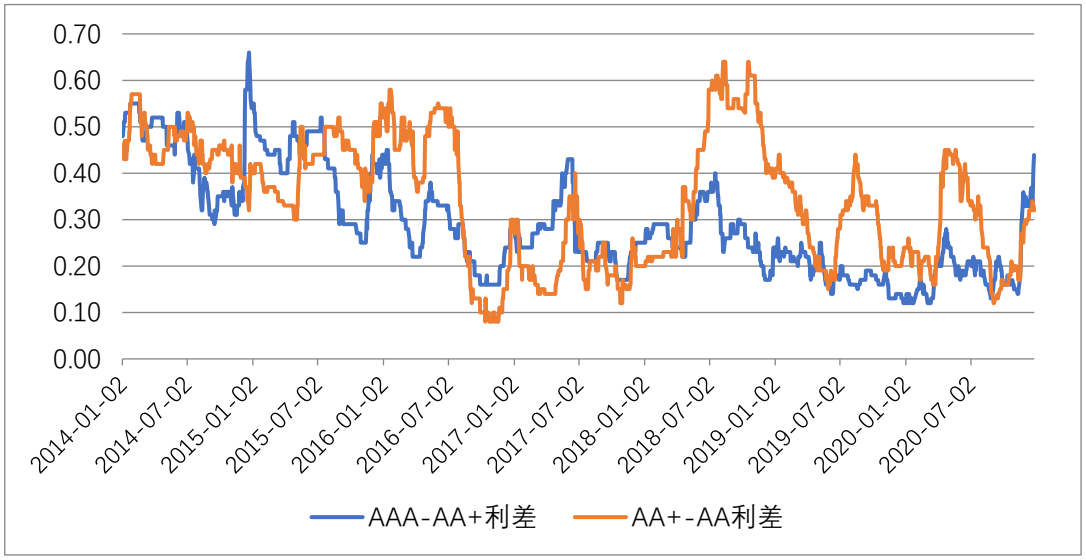
**表 3：信用债各期限收益率水平（%）**

| 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 | 3.192 | 28.50% | -9.89 |
| 信用债(AAA):3 年 | 3.587 | 27.70% | -15.54 |
| 信用债(AAA):5 年 | 3.832 | 24.90% | -10.63 |
| 信用债(AA+):1 年 | 3.501 | 35.60% | -6.91 |
| 信用债(AA+):3 年 | 4.026 | 36.60% | -6.55 |
| 信用债(AA+):5 年 | 4.261 | 32.40% | -3.63 |
| 信用债(AA):1 年 | 3.901 | 38.40% | -3.91 |
| 信用债(AA):3 年 | 4.346 | 36.40% | -6.55 |
| 信用债(AA):5 年 | 4.651 | 30.20% | 1.13 |

*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 8.99bp 至 44bp，AA+和 AA 之间的利差较前周无变化。当前中高等级之间利差水平已经高于中低等级之间利差水平，主要反映了市场的风险偏好较低，资金流向高等级债券，而由于 AA+债券流动性较高，因此信用利差反映的更加彻底。

**图 6：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*

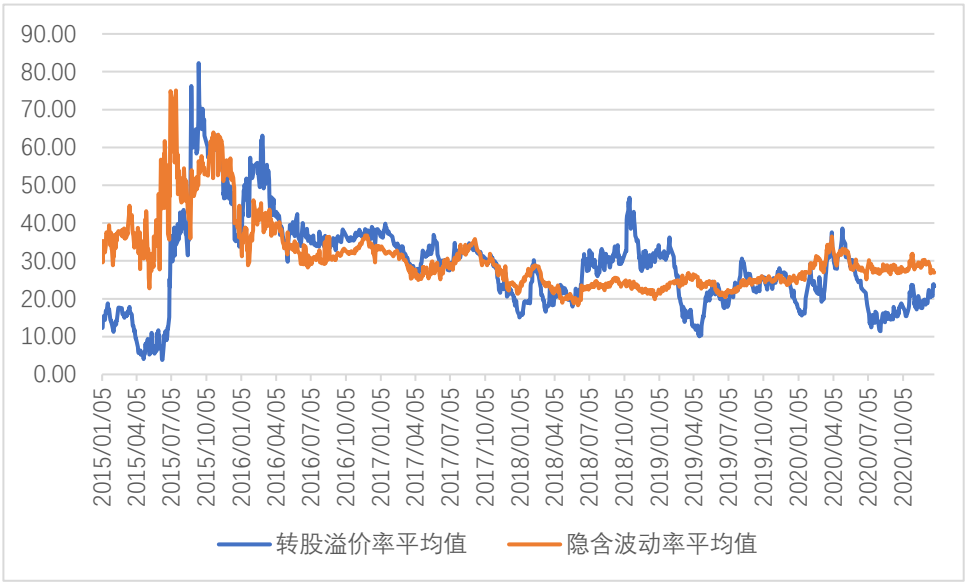
## 2.4 可转债分析：权益市场震荡上行，可转债各市场涨跌不一，建议关注顺周期、制造业与消费龙头、价格回落但正股优质的科技、消费、银行品种

**1）可转债的走势复盘：权益市场震荡上行，可转债各市场涨跌不一，光伏、有色金属、新能源表现较好**

本周权益市场延续震荡上行趋势，上证指数本周收于 3396.56 上涨 0.05%，深证成指本周上涨 1.18%，创业板指本周上涨 2.16%，中小板指本周上涨 2.71%。可转债各市场涨跌不一，本周上证转债上涨 0.26%至 325.27，深证转债下跌 0.24%至 258.27，中证转债上涨 0.18%至 363.96，其中，盛路转债、上机转债、盛屯转债、康隆转债、中矿转债等领涨，高溢价盛路转债涨幅居首，光伏、有色金属、新能源转债随正股上涨；寿仙转债、隆利转债、灵康转债、奥瑞转债、博彦转债等领跌，寿仙转债随正股暴跌跌幅居首，嘉澳环保被证监会调查正股转债双双大跌。一级方面，本周九州转 2、三诺转债、金诚转债、长海转债、天壕转债五只转债发行，海波转债、灵康转债、福 20 转债、精研转债、永安转债、祥鑫转债、侨银转债、运达转债八只转债上市。

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小幅上行，隐含波动率小幅下跌，经历近期的信用冲击后，转债市场前期较高的估值得到调整。

**图 7：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：权益市场仍处于跨年的轮动慢涨期，继续把握结构性机会，转债胜负手依旧来源于正股，关注顺周期、制造业与消费龙头、价格回落但正股优质的科技、消费、银行品种**

权益市场方面，市场对明年国内政策的节奏和重心、短期国内外流动性宽松、中期全球经济错位复苏等各方面都有共识。权益市场仍处于跨年的轮动慢涨期，基本面预期逐步改善抬升市场底线，增量资金缓慢入场依然是本轮行情的主要特征。中央经济工作会议提出宏观政策“不急转弯”，对市场情绪有安抚作用，投资者分歧或回到对春季躁动的讨论。展望后市，短期股指大概率维持高位震荡，但历史上 A 股没有出现过“平顶”，经过 4-5 个月的震荡后中期或继续温和反弹。板块来看，市场焦点或从涨价题材再回价值龙头，轮动轨迹则继续从单一顺周期向低估值+高业绩预期品种扩散，市场在蓄势中进行风格的再平衡，春季躁动之前继续把握结构性机会。

近期顺周期板块重新起舞，市场再次回到前期的主线上，结构性分化也愈演愈烈，转债市场也表现出类似倾向。当前转债市场的胜负手依旧来源于正股，短期扰动难以避免，但扰动不改趋势，市场主线非常清晰，仍可积极参与。从相对收益角度看，顺周期是重点的方向，重点关注有色、能化、农产品等，同时在制造业与消费板块龙头中做一定加强；从绝对收益角度看，市场的波动带来越来越多的标的价格回落，其中不乏正股优质或是正股高弹性的标的，从指标看这类标的价格更优但溢价率普遍不低，重点关注科技、消费、银行等方向。建议关注以下方向：（1）继续持有顺周期+强势题材品种；2）制造业与消费板块龙头；（3）价格回落但正股优质的科技、消费、银行品种。

## 三、 主要资产价格分析

### 3.1 权益市场分析： A 股中期持续向好 关注广义顺周期、可选消费和核心科技

**1) 权益市场走势复盘——上证综指延续震荡 个股二八分化明显**

本周市场：周初冲高，周中回落，周五再度反弹，整体维持震荡格局。上证综指最终报收于 3396 点，全周微涨 0.05%；同期深圳成指和创业板指分别反弹 1.18%和 2.16%；两市合计成交 4.37 万亿元，环比上周放大明显。

盘面上，权重指数延续震荡格局，主要受金融地产等权重板块表现较弱拖累；但创业板指表现较为强势，本周创出近期新高；板块方面，周内生物医药、有色资源、军工等板块涨幅较大、表现较为突出，呈

现出较强的热点效应，并带动市场人气较前期有所回升。不过，个股表现上二八现象明显：周内五个交易日累计上涨的个股仅有 1240 家，占比不足 30%；累计下跌的个股达 2826 家，占比近 7 成。市场依旧为“总体震荡+局部结构机会”的格局。

**图 8：上证综指延续震荡格局 量能温和放大 人气略有回升**




*资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部*

本周，美股三大指数涨跌不一，道指本周上涨 0.07%，报 30199.8700 点，纳指本周上升 0.38%，报 12804.7300 点，标普 500 指数本周下降 0.17%，报 3703.0600 点。

进入圣诞长周末之前，美国股市 12 月 24 日在清淡交投中小幅走高。标普 500 指数自年初以来已上涨 14.6%，若无意外，该指数有望以两位数涨幅为 2020 年画上句号，不过，随着新的一年即将到来，1 月部分事件可能会给美股上行设槛，此外，鉴于本轮牛市已持续九个月，2021 年股市上涨势头预计不会像几个月前那样迅猛。疫苗分发延迟、通胀和利率攀升，以及明年 1 月佐治亚州参议员补选所带来的政策不确定性，将是明年股市上涨面临的主要威胁。对于接下来 2020 年剩下的最后四个交易日，预期市场交投平静。未来一周美国重磅经济数据不多，12 月非农就业报告将于 2021 年 1 月 8 日发布。

**图 9：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——A 股中期持续向好 关注广义顺周期、可选消费和核心科技**

展望后市，随着年底不利因素影响过去，市场中期形势总体向好。有利因素包括：国内经济保持向好态势；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延续整体宽松；监管层持续推动居民财富配置权益市场，股市流动性乐观；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。不利因素包括：短期国内外新冠疫情干扰，国内反垄断监管趋严，对结构性高估值分歧加大等。

经济向好态势持续得到印证。11 月工业企业累计利润增速继 10 月份实现由负转正后稳步回升，1-11 月份规模以上工业企业实现利润 57445.0 亿元，同比增长 2.4%，增速比 1—10 月份加快 1.7 个百分点。工业品供需两端稳步向好，企业生产经营状况不断改善，呈现持续稳定恢复的良好态势。

股市流动性一季度有望维持宽松。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，预示着货币政策短期并不急于收紧。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。一季度及二季度初（除春节期间外）市场流动性有望维持宽裕。12 月 22 日，证监会召开会议传达中央经济工作会议，并做出明年资本市场重点工作的安排：强调资本市场“投资端建设”，增强财富管理功能，促进居民储蓄向投资转化，助力扩大内需；进一步深化资本市场改革，畅通储蓄向投资方面的转化渠道。对股市而言，管理层积极推动居民财富入市，将进一步刺激股市增量资金。同时，A 股春季行情情结也将吸引增量资金进入股市。

此外，海外持续大幅宽松，有利于海外流动性通过北向持续加码 A 股；英国与欧盟达成脱欧协议，影响全球市场的一大不确定因素尘埃落定；一月份拜登将正式就任美国总统，中美关系进入新阶段，可能出现短期缓和。

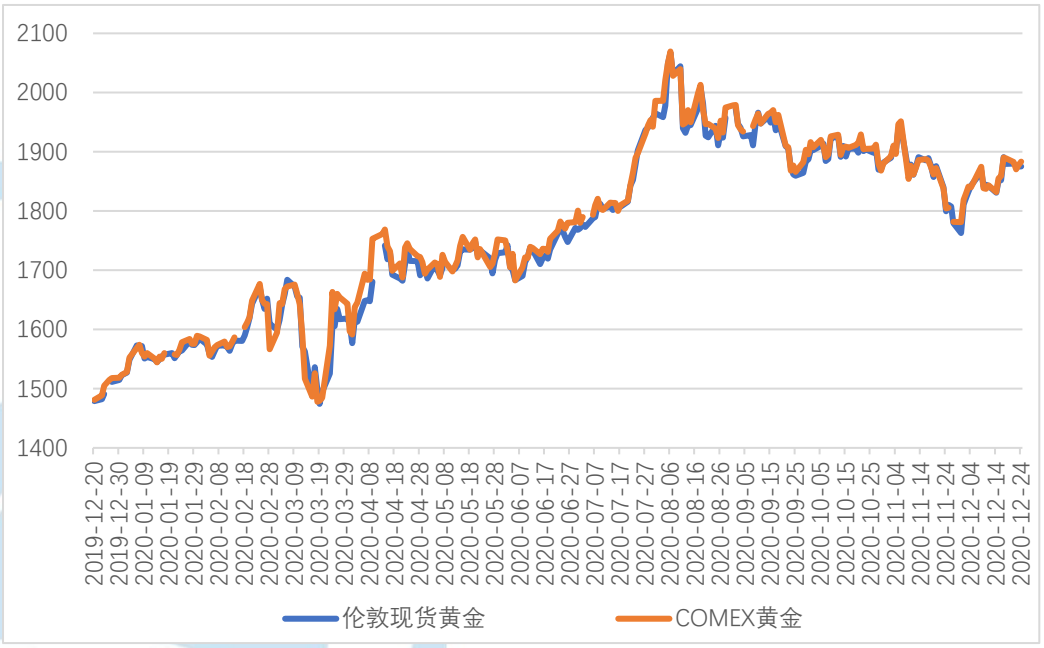
不利方面：国内新冠疫情近期出现新情况（如北京和大连），各地散点病例增加，加重了社会防疫压力和市场心理负担；同时，海外疫情仍在持续发酵，英国疫情病毒变种一度引发全球资本市场暴跌，当前主要各国均对英国采取了封航措施。我们认为，疫情虽构成了市场短期波动因素，但在疫苗不断应用的情况下对资本市场中期影响将持续减弱。相比较疫情，A 股内部结构性估值泡沫更需关注：周内部分白酒股的股份划转引发相关个股波动，反映出估值高企下投资者分歧已明显加大。

综上，在宏观经济复苏和股市流动性的推动下，持续看好中期 A 股。虽然市场短期或有震荡，但中期向好趋势不变，投资者应超脱短期震荡、布局中期机会。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（银行、证券、保险及地产龙头）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。注意估值过高的部分基金重仓股风险。

## 3.2 黄金市场分析：英现新病毒株等引发市场一定恐慌及美元升值，使得金价微跌

临近西方最大节日圣诞节，市场交投较清淡，金价波动不大。周三（周四周五因西方圣诞节而停市），伦敦现货黄金价格较前一交易日下跌 2.1 美元，或-0.11%，收报于 1875 美元/盎司，全周累计跌幅 0.25%。周四，美国 COMEX 黄金期货结算价上涨 5.1 美元，或 0.27%，收报于 1883.2 元/盎司，全周累计下跌 0.3%。两个黄金关键价格均为一个月以来的首次下跌。

图 10：金价本周微跌（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*

**受英国发现新病毒株、脱欧谈判实现突破性进展以及美国会通过新一轮财政刺激方案等综合影响，金价先涨后跌，累计仅微跌。**英国在上周末宣布发现传染率更高的新型病毒株后，伦敦及东南部大部分城市被封锁，其他国家也陆续暂停与英国通航，这在周一开市后引发了一定程度恐慌，避险情绪瞬间提升，当天美元迎来四个月以来最大涨幅，金价一度涨破每盎司 1900 美元，但金价收盘终因美元大涨而下跌。随后几个交易日，金价波动主要受英国脱欧谈判实现突破性进展的影响，英欧双方在圣诞节前一天宣布基本达成一致，使得市场乐观情绪提升，金价承压。此外，市场关注的美国新经济援助法案在经历长达数月的谈判后，终于在本周一达成一项规模约 9000 亿美元的方案，但由于临近假期，市场交投清淡，市场对此反应不强，金价因此波动不大。

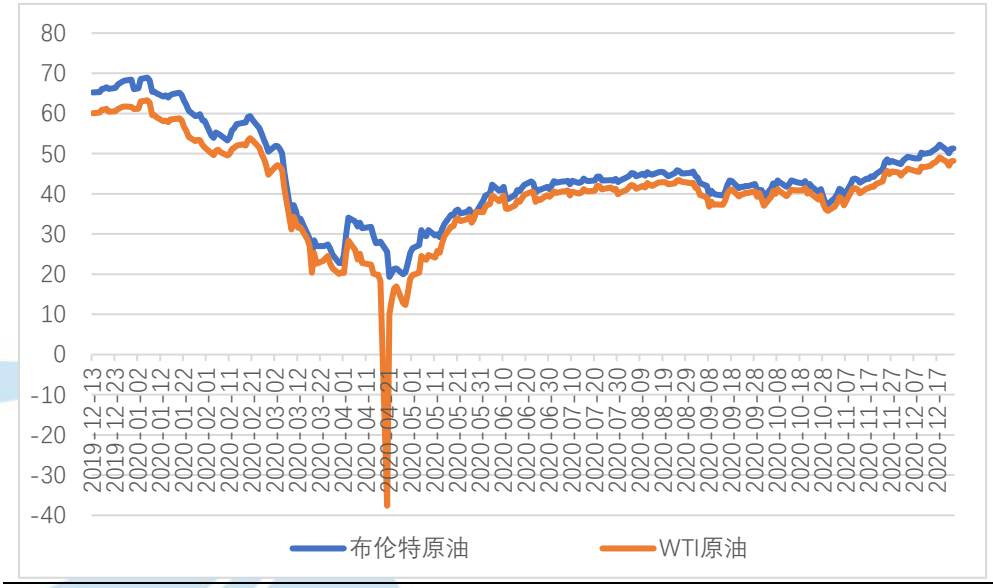
**节后随着市场交投重新活跃，节前消息影响或得到进一步消化，因此预计英国疫情和美新经济刺激法案将推动金价短期上升。**英国新病毒株传染性较高，而且有证据表明此病毒已经扩散至法国、澳大利亚等一些国家，疫情仍有进一步恶化风险，这将导致市场避险情绪提升，推动金价上涨。另一方面，美新经济

刺激法案意味着美国财政政策将进一步放松，而货币政策也维持十分宽松，基准利率接近零水平，这将导致美元继续承压，仍有进一步贬值风险，从而有利于金价，金价在短期内将获得一定支撑。

### 3.3 原油市场分析：油价受英国新病毒株消息及特朗普未能批准新援助法案的拖累而下跌

周四(周五因西方圣诞节而停市),布伦特原油期货合约结算价较上一交易日上涨 0.09 美元,或 0.18%,收报于每桶 51.29 美元，但全周累计下跌 1.86%；美油期货合约结算价上涨 0.11 美元，或 0.23%，收报于每桶 48.23 美元，全周累累计下跌 1.77%。两油结束了此前周线“七连阳”走势。

图 11：油价连续上涨后下跌（美元/桶）




*资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部*

**过去一周，国际油价主要受英国新型病毒株消息的打压，特朗普意外未能签署新经济援助法案也对油价产生拖累，但 EIA 原油库存下降、英国达成脱欧协议等仍给油价提供一定支撑。**上周末英国政府意外公布了一种传染性很强的新型冠状病毒株，并宣布伦敦和东南部大部分地区将封闭以遏制病毒传播，法国等其他国家也立即宣布暂停与英国的通航及人员来往，这导致市场避险情绪短期急升，美元大幅升值，也引发人们对燃料需求复苏放缓的担忧，油价在周一最多深跌近 3%，为六个月来最大单日跌幅。本周一美国国会原本通过了一项 9000 亿美元的新一轮经济刺激方案，但特朗普意外未能签署通过方案，也打击了原油投资者的多头情绪。

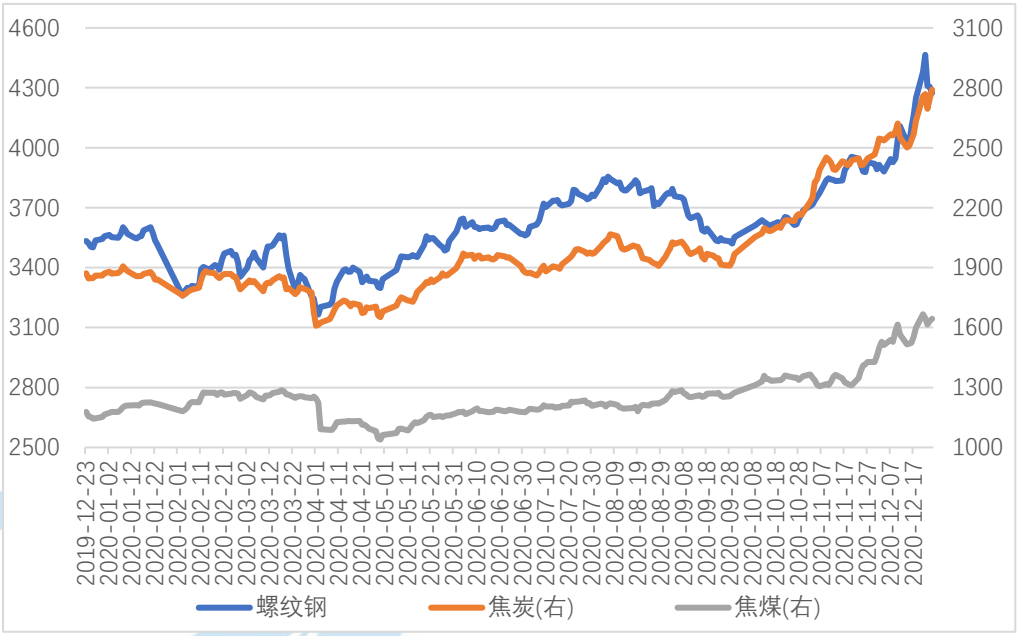
美国原油和成品油库存下降以及英欧达成脱欧协议勉强支撑油价原油价格，EIA 公布的数据显示，截至 12 月 18 日当周，美国原油库存减少 56.2 万桶，至 4.995 亿桶，市场预期为减少 320 万桶，同时汽油库存意外减少 110 万桶，至 2.378 亿桶，库存数据的意外减少，帮助支撑了市场价格。英国与欧盟周四即圣诞节前一天达成了历史性贸易协议，从而避免了英国无协议脱欧的较坏情景，也为双方开启一段崭新关系奠定了基础。脱欧协议的达成由于消除了市场不确定性和提振了风险偏好，对油价产生了一定支撑。

**不过疫情及疫苗消息仍然是影响油价涨跌的主要因素，预计短期内疫苗不断上市的利好消息将继续支撑油价上涨。**此前已经有辉瑞等疫苗获得一些国家卫生部门的批准并施打，本周有消息称中国疫苗公司已经提交政府批准上市，预计很快将得到通过，疫苗利好消息不断，市场不确定性进一步消除，投资者对原油需求前景变得更乐观，预计油价将继续上涨。

### 3.4 黑色产业链分析：供给减少且需求不减导致供需偏紧，黑色系价格继续上涨

本周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周同期每吨上涨 26 元，收报于 4274 元/吨，全周累计涨幅 0.61%；焦炭价格每吨上涨 157 元，收报于 2791 元/吨，累计涨幅 5.96%；焦煤价格每吨上涨 44.5 元，收报于 1643.5 元/吨，累计涨幅 2.78%。

**图 12：黑色系产品价格继续上涨，双焦大涨（元/吨）**




*资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部*

**螺纹钢现货交易市场延续低迷行情，每天成交量仍处于较低水平，但期货市场受供需结构偏紧影响，价格呈高位震荡。**供给端，炼钢厂因为当前利润尚可，加上新高炉投产，螺纹钢周产量保持在高位，但临近年底例行检修增多，产量有所回落，本周总产量为 346.74 万吨，较上周下降 2.21 万吨。需求端，下游行业由于担心年前工人分批返乡，部分工地加紧赶工，建材需求保持较强韧性。一紧一松，导致供需仍偏紧，带动库存保持较快去化，本周螺纹钢总库存（厂库+社库）为 586.46 万都，较上周下降 25.45 万吨，这是螺纹钢价格不断上涨的主要原因。进入严寒冬季以及接近春节，需求将放缓，市场对近期累库预期依然较强，螺纹钢价格持续反弹或缺乏动力，不过向下空间同样受限，预计近期价格表现或以震荡格局为主。

**去产能政策效果继续对焦炭价格起到推动作用，库存大幅去化。**焦炭第十轮提涨本周全面落地，落地速度超市场预期，山西，河北去产能继续推进，年底估计有近千万吨产能将被集中淘汰，同时下游行业需求韧性较强，使得焦炭供需仍偏紧，期货价格震荡上涨。下游钢厂铁水产量维持高位但焦炭产量继续下降，钢厂积极补库，供应缺口扩大，焦炭价格驱动向上。近期焦煤期价也稳中偏强运行，主因是临近年底，各省普遍加强煤矿安全检查，导致国内产量减少，加上进口政策没有放松，焦煤整体供给仍偏紧，价格短期内或维持高位震荡的状态。

## 3.5 人民币兑美元汇率分析：美元预计仍将延续弱势，明年人民币会进一步的走向升值

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.5333，较上周下降 0.03%。即期汇率报 6.5241，较上周上涨 0.27%。

从宏观经济前景看，未来美元面临的基本面难言有利。美国拜登当选后，民主党倾向于注重改善民生，其在政治、贸易等单方面各项政策和部署可能重回奥巴马时期的政治框架。即便新一轮经济刺激计划能够带动美国经济出现积极变化，但与其他主要经济体相比，美国当前复苏进程仍相对滞后。此外，民主党拜登当选后，特朗普的单边贸易保护主义政策会被逆转，这对中国、欧盟等的出口贸易构成利好，有助于这

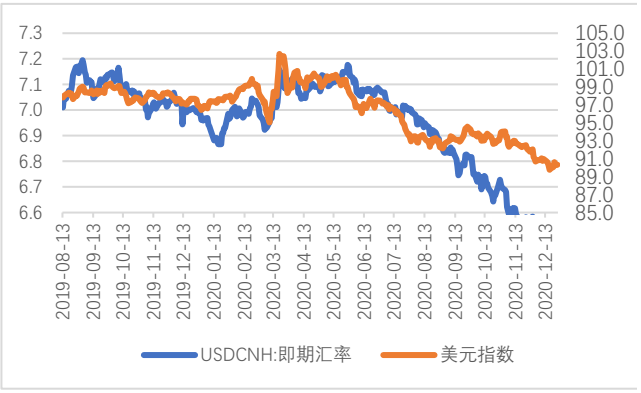
些国家和地区经济的进一步恢复与增长。因此全球经济转向复苏同样会令美元由于全球资金避险需求下降而面临承压。从货币政策看，2020 年美国大幅降息后联邦基金利率逼近零利率，这使得之前美国相对于欧元区、日本等发达市场国家一直存在的利差已经基本消失，美元套利的价格优势受到削弱。以往美联储加息引导市场利率上行，吸引海外资金回流美国是推动美元升值周期形成的一个重要因素。但从现在的情形看，市场预期明年美联储会维持基准利率在接近零的水平，美国经济恢复需要有足够的财政和货币政策支持，这又使得通胀预期上升，财政货币政策框架将会导致实际负利率的出现，美元指数由此会受到极低实际利率的制约。因此，美国经济基本面预期恢复进度滞后于其他主要经济体、美联储极低的基准利率将使得美元指数在未来仍面临着下行压力。需要指出的是，美元弱势不代表美国经济会一直处于下行状态。拜登当选后在一定程度上有助于缓和国内分歧，增加抗击疫情力度，这些都会利好美国经济，但这些因素却不足以支持美元的走强。预计近期的美元下滑将在 2021 年继续，人民币等新兴市场货币仍有反弹空间。

**图 13：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 14：美元指数小幅上升**




*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 | 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。