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:11 月出口及金融数据显示经济复苏态势延续，债市股市震荡（2020.12.07-2020.12.11）

金融市场分析周报　　2020 年 12 月 14 日

摘要

- **政治局会议：注重需求侧改革和防止资本无序扩张，并强化国家战略科技力量，重在解决掣肘中国经济短、长期发展的瓶颈问题，降低发展风险。**年度政治局会议首次提出注重需求侧改革、强化反垄断和防止资本无序扩张为，强化国家战略科技力量，增强产业链供应链自主可控能力，促进房地产市场平稳健康发展，在双循环整体格局和不断增加的国际政治经济不确定环境下，这一方面说明掣肘当前经济发展的主要在于需求端，提高人民收入水平和促进收入合理分配将成为当务之急，另一方面通过科技自主创新、降低融资杠杆等手段降低市场各项风险，保证经济长期健康稳定发展。

- **进出口数据：海外疫情恶化导致产能替代，叠加节假日需求猛增，中国出口继续超预期快速增长。**11 月中国出口表现依然强劲，主因是中国最先从疫情中恢复，复产复工较快，而海外经济和产能受疫情反弹不利影响，形成了产能替代，此外接近西方传统假日，节前需求也出现季节性反弹。此前成为疫后出口主要拉动引擎的防疫物资、远程办公用品等重点商品出口增速均加快。从出口目的地看，对多数主要国家出口增速均有改善，对欧美出口改善幅度明显。

- **CPI、PPI 数据：CPI 和 PPI 同比增速均下降，但趋势不同，表明生产稳定但内需仍不足。**11 月 CPI 和 PPI 数据出现罕见的“双通缩”，受高基数和食品价格拖累，CPI 同比意外转跌，PPI 则在需求回暖下继续修复。食品价格尤其是猪肉价格由升转降，仍然是拉动 CPI 由涨转降的主要原因。由于核心 CPI 仍保持稳定，CPI 负增长或为短期现象，不存在持续通缩压力，在基数效应和春节因素消退后，CPI 或将重回正区间。

- **金融数据：信贷结构继续优化，人民币信贷和政府债券融资支撑社融增长，但企业债造成拖累。**随着经济持续向好，11 月金融数据整体增速未超预期，永煤等少量国企信用市场违约事件明显影响到企业债融资新增，但人民币贷款结构继续优化，中长期贷款占比继续提高，显示出经济动能仍在回升。人民币信贷和政府债券融资主要支撑新增社融规模，但表外融资和企业债券造成拖累。货币供应则继续保持高位，在 CPI 跌入负值后，预计货币政策将至少保持稳定中性。

- **资金面及央行公开市场操作：本周公开市场净回笼 3500 亿元，资金面整体宽松，预计央行将继续维护流动性合理充裕，满足跨年资金需求。**本周资金面宽松。银行间市场流动性整体延续偏宽松格局，隔夜回购加权利率再次跌破 1%。央行态度持续友好，中长期资金预期续改善，同业存单利率持续下行。政策暖风下短期资金压力有限。预计下周资金面整体均衡。临近年末，市场资金需求较为旺盛，预计央行将继续通过加大逆回购和 MLF 操作力度，维护流动性合理充裕，满足跨年资金需求。

- **利率债：债市基本面仍不支持趋势性行情出现，但社融增速放缓意味着调整空间可能也将有限，负债稳定的配置盘可适当布局来年。**社融增速已然见顶，预计未来将逐步回落。但当前企业的融资需求依然旺盛，贷款结构良好，与出口等经济数据可相互验证。同时前期宽信用的效果显著，PMI、出口等数据强势，即经济复苏的态势仍将持续。当前在月末跨年前夕，央行释放积极信号维稳流动性，“紧货币”似有缓和之

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

态，但“防风险”目标上升指向下，货币政策偏紧的方向并未改变，收紧周期的宽松窗口或如昙花一现。

- **可转债：权益市场震荡下行，可转债市场随之下行，建议关注顺周期、金融、可选消费、细分科技成长龙头、“十四五”主题。**本周权益市场震荡下行，可转债市场随权益市场震荡下行，本周一级发行明显提速。权益市场把握慢涨中的轮动节奏和扩散效应，转债市场顺周期趋势并未出现变化，仍旧值得在既定方向参与。其余可以配置部分正股龙头转债价格合理的标的作为增强，考虑到转债市场总体的安全垫有限的背景下，建议以正股质优为核心来进行筛选。建议关注顺周期、金融、可选消费、细分科技成长龙头、“十四五”主题。

- **权益市场：权益市场：进入年底休整期，短期震荡为主，三思路关注中期机会。**本周市场震荡下跌，调整态势明显。上证综指收于 3347.19 点，全周累计下跌 2.83%。宏观经济向好趋势未变，但临近年底，投资者心理转向谨慎，投资意愿下降，获利了结意愿可能增强；结构性估值泡沫较大增加了内在需求。市场进入年底休整期，短期大概率维持震荡，整体涨跌幅或有限。A 股中长期延续乐观，短期休整为中期蓄势。短期可适当降低仓位配置，防范高估值个股风险，将精力投放于未来中期机会的挖掘。建议以下三思路关注未来中期机会：（1）紧盯低估值绩优股，包括大金融（银行、保险、地产）与顺周期（建材、机械、化工、装备制造）等行业核心优质公司；（2）核心高成长股，尤其是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；（3）优势资源股，有色、煤炭等行业中资源丰富的核心公司。在市场休整期储备中期好股，并趁标的股价调整时逐步加大配置。

- **黄金：市场观望美财政刺激方案谈判，金价宽幅震荡但变化不大。**本周金价先涨后跌维持宽幅震荡趋势，但总体变化幅度不大，主因是市场仍在焦急等待美国财政刺激谈判的结果，谈判有进展但仍有很大分歧，不断恶化的欧美疫情及表现不佳的美国经济数据也给金价短线带来一定支撑。受美财政方案谈判刺激，短期内金价可能在 1800 美元上仍有一定支撑，但中长期看，金价仍将处于下性趋势

- **原油：新冠疫苗推出后，原油需求前景趋于乐观，同时全球央行宽松政策推高大宗价格，油价继续上涨。**油价仍小幅收涨，主因是市场对于新冠疫苗推出之后，对未来原油市场消费前景抱有乐观预期，同时全球央行的宽松措施也刺激包括油价在内的大宗商品走高。短期内，美国疫情严峻的形势仍然对原油需求前景带来打压，同时当周美国原油库存意外暴增也给油价短期走势带来压力，这将限制油价进一步走高，预计（布伦特）油价将维持在每桶 45-50 美元之间。

- **黑色产业链：下游需求旺盛和原材料价格高企推动螺纹钢大涨，去产能和紧缩海关政策继续支撑双焦价格上涨。**螺纹钢价格大幅上涨，主要是因为汽车、家电等下游产品销售情况良好，海外经济启动也导致海外订单需求快速增长，此外近期生产原材料铁矿石、动力煤等价格高企，成本部分传导至钢材价格。一些地区去产能政策和库存去化持续发力，继续支撑焦炭期价上涨，同时海关政策使得进口量偏少，焦煤供需结构性持续偏紧，推动价格连续上涨。

- **人民币汇率：本周，美元指数为四周来首次上涨，预计人民币汇率将中枢继续抬升，但空间不大。**第一，美元指数明年在经济复苏和低利率的综合作用下仍然会逐步下行，这会支撑人民币汇率；第二，人民币汇率的中枢在明年上半年有望进一步下沉至 6.4 平台，而随着疫苗问世驱动全球疫情形势逐步好转，我国贸易顺差预计将逐步缩窄，美债利率上行也将带动中美利差见顶回落，综合影响下，人民币汇率升值或将告一段落，转入震荡波动走势。总体看，明年人民币汇率中枢进一步升值的空间已经不大，明年以双向波动的态势为主。

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 政治局会议.....4
1.2 进出口数据.....5
1.3 CPI/PPI 数据.....6
1.4 社融数据.....8
1.5 每周要闻.....10
二、 固定收益市场分析.....10
2.1 资金面分析.....10
2.2 利率债走势分析.....12
2.3 存单与信用债分析.....13
2.4 可转债分析.....14
三、 主要资产价格分析.....15
3.1 权益市场分析.....16
3.2 黄金市场分析.....18
3.3 原油市场分析.....19
3.4 黑色产业链分析.....20
3.5 人民币兑美元汇率分析.....21

一、 本周重点经济数据分析

1.1 需求侧改革和强化国家战略科技力量，重在解决掣肘中国经济短、长期发展的瓶颈问题，降低发展风险

中共中央政治局 12 月 11 日召开年度会议，主要内容之一是分析研究 2021 年经济工作，业界普遍认为此次会议对研判明年经济形势具有重要前引作用。会议要求，要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能；要整体推进改革开放，强化国家战略科技力量，增强产业链供应链自主可控能力，形成强大国内市场，夯实农业基础，强化反垄断和防止资本无序扩张，促进房地产市场平稳健康发展，持续改善生态环境质量；要对全面建成小康社会进行系统评估和总结，巩固拓展脱贫攻坚成果，做好同乡村振兴有效衔接；要抓好各种存量风险化解和增量风险防范。

与去年会议相比，今年会议的表述主要有以下不同：

（1）注重需求侧改革

需求侧改革为在这种会议中首次提出，说明在“逐步形成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”下，中央已经发现掣肘当前经济发展的主要在需求端，疫后供给端的复工复产恢复较快，但需求端仍没有恢复到疫情前的水平，本周公布的 CPI 数据同比增速为负，以及进口增速数据不及预期，也说明了国内需求存在不足。而需求侧改革，一方面要求整体进一步提高居民收入水平，另一方面要求收入的更合理分配，缩小收入差距，或将涉及个人收入的税收改革。

（2）强化国家战略科技力量，增强产业链供应链自主可控能力

去年会议表述是“提升科技实力和创新能力”，但随着近年来国际政治经济不确定性凸显，确保产业链供应链的稳定和升级在今年内不断被重点强调，此前十九届四中全会通过的《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》和十九届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》都提到了“强化国家战略科技力量”。另外，今年 4 月 18 日召开的政治局会议提出“保产业链供应链稳定”，7 月 30 日召开的政治局会议提出“要提高产业链供应链稳定性和竞争力”，而此次会议则使用“增强产业链供应链自主可控能力”的表述，从相关表述的变化看，对于明年科技发展的要求更加具体和量化，未来加大核心零部件的自主研发与创新力度，可降低产业链重构下的“卡脖子”风险，有助于积极推动产业链转型升级，以更好地应对日益严峻的竞争环境。

（3）强化反垄断和防止资本无序扩张

此表述首次出现在此次会议上，并出乎大部分人预料，主要针对快速发展和扩张的互联网企业。强化互联网企业反垄断，此前已有政策信号，年初国家市场监管总局公布《〈反垄断法〉修订草案（公开征求意见稿）》，11 月国家市场监管总局就《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》公开征求意见，意味着未来对互联网企业的监管政策将收紧。过去对互联网企业发展一直采取包容态度，但因为发展过快，也产生了野蛮生长的风险，强化反垄断和防止资本无序扩张十分必要。

（4）促进房地产市场平稳健康发展

房地产再度被提及，但表述有变化，去年底和今年七月政治局会议“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”的表述已经删除，但“促进房地产市场平稳健康发展”的表述保留下来，且多了“房地产”，但并不表示房地产政策就因此而放松，反观近期中央释放的一系列政策信号，如 8 月召开的房地产会议首

次为房企划定“三道红杠”以降低企业融资杠杆，12 月 3 日韩正在住房城乡建设部召开的座谈会上仍强调，要牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，不把房地产作为短期刺激经济的手段，时刻绷紧房地产市场调控这根弦，从实际出发不断完善政策工具箱，推动房地产市场平稳健康发展，以上均表明房地产市场的发展黄金期已经过去，下一阶段将进入平稳发展期，对经济发展的支柱性作用降低，或将切换到科技支撑上来。

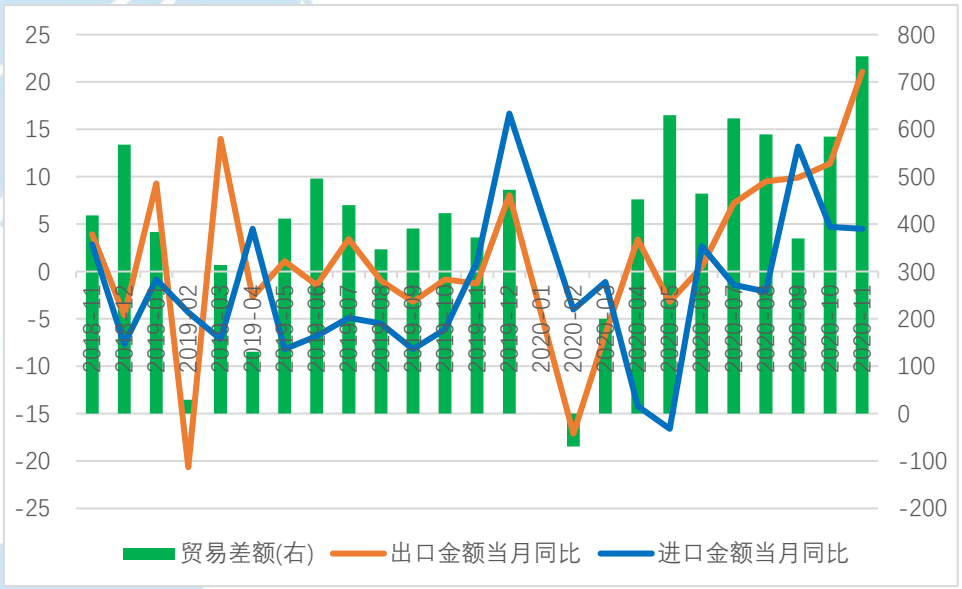
（5）科学精准实施宏观政策

去年会议关于宏观调控的表述是“提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，运用好逆周期调节工具”，此次会议的表述只有 10 个字“科学精准实施宏观政策”，删掉了“逆周期调节”等表述，表明随着国内和国际政治经济不确定性的不断增加，加强国内经济的逆周期调控仍具有一定必要性。此外，此次会议未提及资本市场，去年会议也未提到资本市场。

1.2 海外二次疫情导致产能替代，叠加年底节前需求猛增，中国出口继续超预期快速增长

11 月中国出口表现依然强劲，随着海外疫情反复影响和西方节日临近，此前增速呈下降态势的防疫物资、远程办公用品以及部分劳动密集性商品等出口有所反弹。海关总署 12 月 7 日发布的数据显示，2020 年 11 月，以美元计，中国出口同比增长 21.1%，较 10 月大幅提高 9.7 个百分点，为 2018 年 2 月以来最高，超出市场预期；进口增长 4.5%，较 10 月下降 0.2 个百分点，略低于市场预期，但仍然连续三个月正增长；实现贸易顺差 754.3 亿美元，较 10 月增加约 170 亿美元。出口表现强劲的主要原因是中国最先从疫情中恢复，复产复工较快，随着海外疫情反复，形成了产能替代，一些纺织品加工订单转移到中国，个人防护用品和居家办公产品出口反弹，通过接近西方最大节日圣诞节，节前需求也出现季节性反弹。

图 1：11 月出口超预期增长，进口仍保持正增长（%，亿美元）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

防疫物资、远程办公用品、劳动密集型等重点商品出口增速均加快。疫后成为出口主要拉动引擎的包括口罩在内的纺织品，11 月同比增长 21%，较 10 月回升 6.1 个百分点，与出口总体增速大致相当；医疗仪器及器械增长 38.2%，回升 8.2 个百分点；包括笔记本电脑、平板电脑、液晶监视器等在内的自动数据处理设备及其零部件，同比增长 34.3%，回升 7.7 个百分点；机电产品出口增速自下半年以来稳步提高，11 月升至 25%，较 10 月大幅提升 12.1 个百分点，其中手机出口大幅反弹至增长 29.2%。由于欧美疫情反

复，影响海外工业生产，部分订单转移至中国，导致部分产品出口改善，11 月服装及衣着附件同比增长 3.6%，与 10 月基本持平；箱包及类似容器同比仍下降，但降幅收窄 11.2 个百分点；玩具出口增速加快至 49.9%，较 10 月大幅提高 27.5 个百分比。

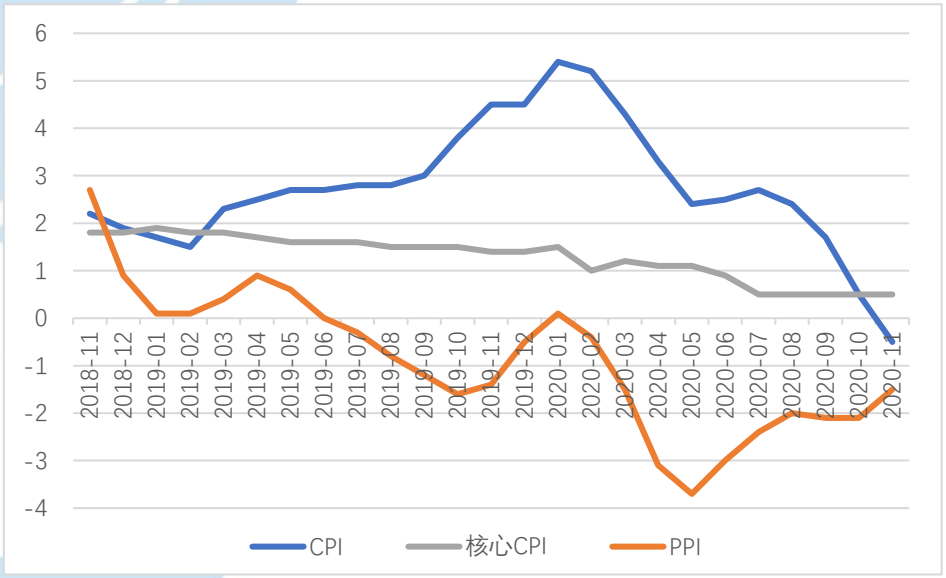
从出口目的地看，受外需趋势性修复、圣诞节需求等明显拉动，对多数主要国家出口增速均有改善，对欧美出口改善幅度明显。11 月中国对美出口同比增长 46.1%，较 10 月上升 23.6 个百分点；对欧盟出口增速由负转正，从同比下降 7%转为增长 8.6%；对东盟出口增速回升 2.7 个百分点至 10%。只有对日本出口增速略有放缓，从 10 月的 5.7%微降至 5.6%。

主要大宗商品进口方面，除原油进口跌幅收窄外，其他商品进口增速普遍回落。11 月中国原油进口量同比下降 0.8%，降幅较 10 月收窄 5.6 个百分点，进口额受价格下降拖累同比下降 34.4%；铁矿石进口量和进口额分别增长 8.3%和 43.4%，增幅较 10 月分别回落 6.7 个和 3.3 个百分点。考虑到中国进口大宗品主要反映国内生产需求，进口增速回落或反映国内生产修复的斜率可能边际放缓。

1.3 CPI 受高基数影响转跌，PPI 明显收窄

11 月虽然 CPI 和 PPI 数据出现罕见的“双通缩”但趋势不同，受高基数和食品价格拖累，CPI 同比转跌，PPI 则在需求回暖下继续修复。国家统计局 12 月 9 日发布的数据显示，受猪肉等主要食品价格降幅扩大、去年同期基数较高等因素影响，11 月居民消费价格指数（CPI）同比下降 0.5%，较 10 月下降 1 个百分点，为 2009 年 11 月以来首次跌入负值，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%，已连续五个月持平；工业生产者价格指数（PPI）则在市场需求回暖的带动下，同比下降 1.5%，降幅较 10 月收窄 0.6 个百分点，创八个月高点。CPI 同比明显低于市场预期，PPI 略高于市场预期。

图 2：11 月 CPI 和 PPI 出现双通缩，但趋势不同（%）

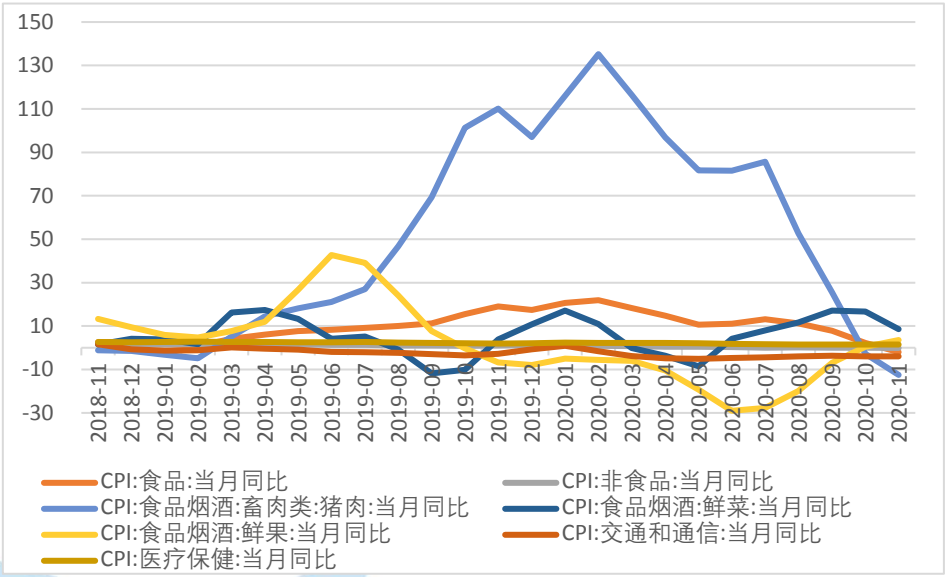


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

食品价格尤其是猪肉价格由升转降，仍然是拉动 CPI 由涨转降的主要原因。11 月食品价格由上月上涨 2.2%转为下降 2.0%，影响 CPI 下降约 0.44 个百分点，其中猪肉价格下降 12.5%，降幅扩大 9.7 个百分点，影响 CPI 下降约 0.60 个百分点；鸡蛋、鸡肉和鸭肉价格分别下降 19.1%、17.8%和 10.8%，降幅均有扩大；而鲜菜价格上涨 8.6%，涨幅回落明显，鲜果价格上涨 3.6%，涨幅有所扩大。非食品价格同比由上月持平

转为下降 0.1%，其中交通和通信价格下降 3.9%，医疗保健价格上涨 1.5%。据统计局测算，在 11 月 0.5%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为-0.5 个百分点。

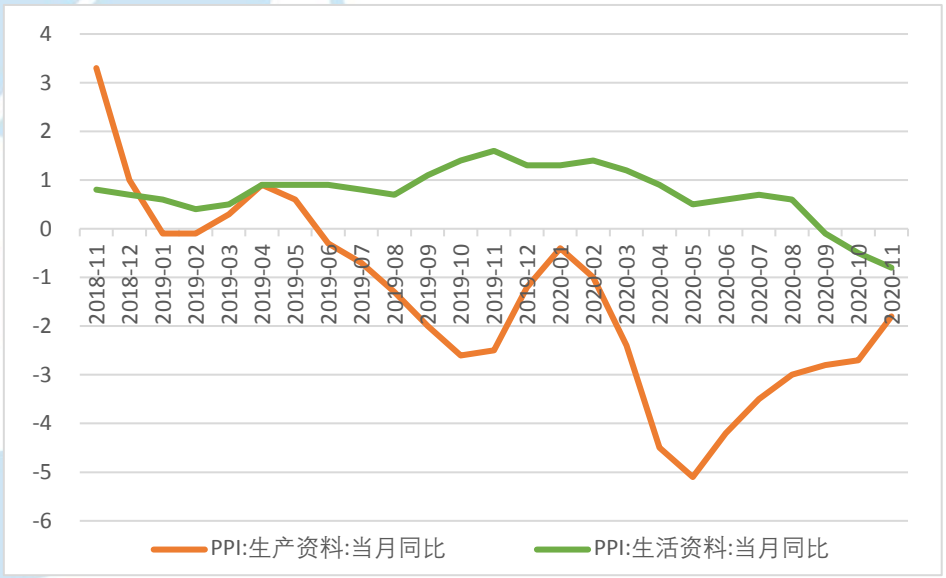
图 3：食品价格尤其是猪肉价格仍然是拉动 CPI 由涨转降的主要原因（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

尽管 PPI 中生产资料和生活资料价格均同比下降，但也出现一定分化，一升一降。11 月生产资料价格同比下降 1.8%，降幅较 10 月收窄 0.9 个百分点；生活资料价格下降 0.8%，降幅较 10 月扩大 0.3 个百分点。据测算，在 11 月 1.5%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 0，新涨价影响约为-1.5 个百分点。

图 4：生产资料同比下降 1.8%，生活资料下降 0.8%（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

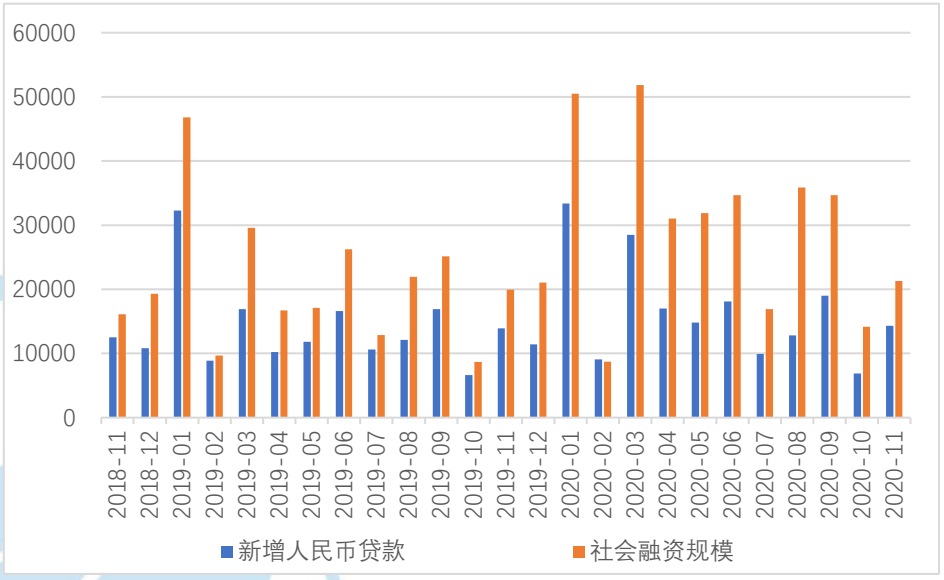
尽管 CPI、PPI 同比均为负，整体通胀水平并不悲观，核心 CPI 保持稳定，CPI 负增长或为短期现象。在 2021 年初基数效应和春节因素消退后，CPI 或将逐步回升，不存在持续通缩压力。对经济表现更为敏感

的 PPI 同比下跌趋势正逐渐缩小。预计短期物价波动不会妨碍货币政策整体走向，随着经济增速逐步回归，未来央行结构性政策灵活发力的同时，货币政策稳健中性态度仍是主要方向。

1.4 信贷结构继续优化，人民币信贷和政府债券融资主要支撑社融增长，但企业债造成拖累

随着经济持续向好，11 月金融数据整体增速并未超预期，永煤等少量国企信用市场违约事件则明显影响企业债融资，但贷款结构继续优化，显示出经济动能仍在回升。央行 12 月 9 日公布的最新金融数据显示，11 月新增人民币贷款 1.43 万亿元，同比多增 400 亿元；新增社会融资规模 2.13 万亿元，同比多增约 1363 亿元。货币供应继续保持高位，11 月广义货币供给量（M2）同比增长 10.7%，增速较 10 月提高 0.2 个百分点；狭义货币供给量（M1）同比增长 10%，增速较 10 月提高 0.9 个百分点。

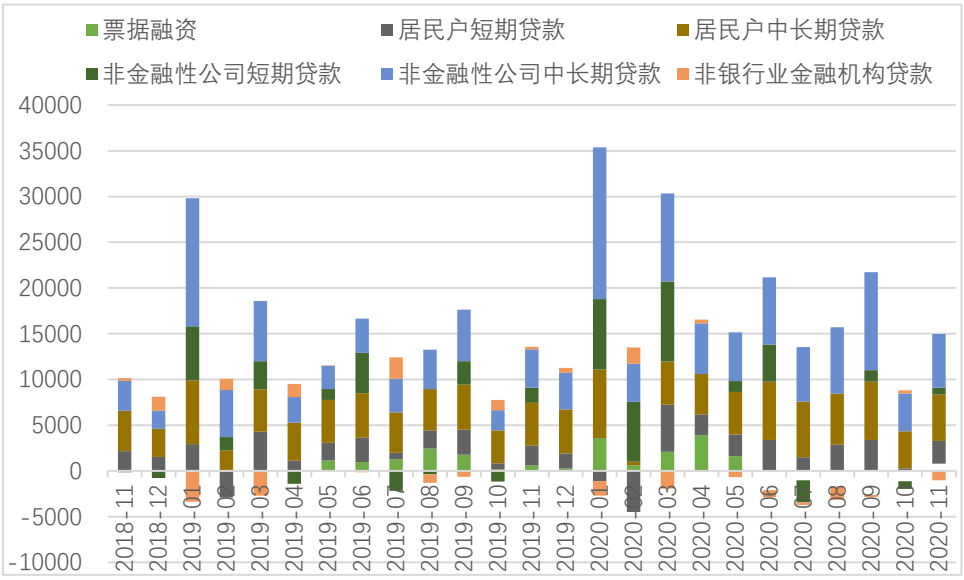
图 5：新增信贷和社融规模均同比增加，但并未超预期（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

接近年末信贷投放开始收官，新增信贷结束连续高速增长，但结构继续优化。住户部门贷款增加 7534 亿元，其中短期贷款增加 2486 亿元，中长期贷款增加 5049 亿元；企（事）业单位贷款增加 7812 亿元，其中短期贷款增加 734 亿元，中长期贷款增加 5887 亿元，票据融资增加 804 亿元；非银行业金融机构贷款减少 1042 亿元。信贷规模保持较高水平，主要原因是企业端融资需求整体保持强劲，为 11 月新增信贷提供了支撑，且随着经济复苏，实体经济融资需求有望继续好转，企业部门在制造业投资和出口超预期修复的环境下融资意愿仍然强劲。但考虑到银行持续增加的负债压力和从严的监管环境，预计企业短期贷款和票据融资整体低增的局面不会改变。

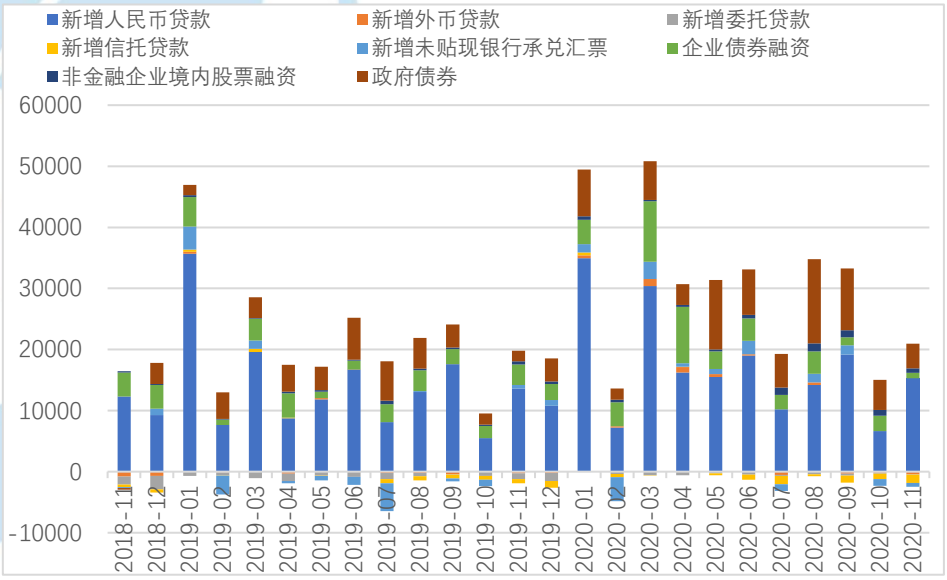
图 6：新增信贷结束连续高速增长，但结构继续优化（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

人民币信贷和政府债券融资主要支撑新增社融规模，但表外融资和企业债券造成拖累。社会融资规模方面，11 月新增社会融资规模 2.13 万亿元，比上年同期多增 1363 亿元。新增社融的主要支撑项是对实体经济发放的人民币贷款增加 1.53 万亿元，同比多增 1667 亿元；政府债券融资 4000 亿元，同比多增 2284 亿元；非金融企业境内股票融资 771 亿元，同比多增约 247 亿元。而拖累项主要来自表外融资和企业债券融资，受近期融资类信托压降等监管政策指引，年底委托贷款、信托贷款降幅扩大，11 月表外融资共减少 2044 亿元，同比多减 981 亿元，其中委托贷款减少 31 亿元，信托贷款减少 1387 亿元，未贴现银行承兑汇票减少 626 亿元；受以永煤为代表的多起 AAA 级国企信用债违约事件影响，企业债券净融资 862 亿元，同比减少达 2467.7 亿元。

图 7：人民币信贷和政府债券融资支撑社融规模，但企业债券造成拖累（%）

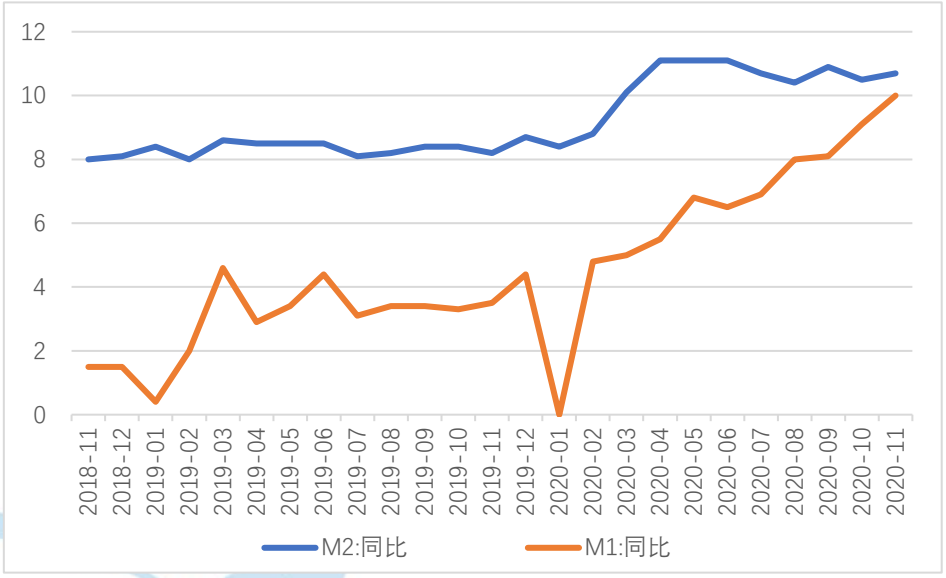


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

货币供应量方面，货币供应继续保持高位。11 月末，M2 余额 217.2 万亿元，同比增长 10.7%，增速分别比上月末和上年同期高 0.2 个和 2.5 个百分点；M1 余额 61.86 万亿元，同比增长 10%，增速分别比上月

末和上年同期高 0.9 个和 6.5 个百分点，增速均略高于预期。地方债券发行结束后，财政投放进度加快是 M2 增速提高的主要支撑项，此外 11 月信贷投放倾向于年末收官目标，信贷增速可能维持 13%左右的水平，对 M2 增速也有一定支撑。

图 8：11 月 M2 同比增长 10.7%，M1 同比增长 10%（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.5 每周要闻

1、中共中央政治局召开会议

12 月 11 日，中共中央政治局召开会议，分析研究 2021 年经济工作；听取中央纪委国家监委工作汇报，研究部署 2021 年党风廉政建设和反腐败工作；审议《中国共产党地方组织选举工作条例》。习近平总书记主持会议。会议指出，今年是新中国历史上很不平凡的一年。面对严峻挑战和重大困难，我们保持战略定力，准确判断形势，精心谋划部署，果断采取行动，付出艰苦努力，交出了一份人民满意、世界瞩目的答卷。本次会议释放了几个信号：特别强调需求侧改革、科技战略和对外开放；强化反垄断和防止资本无序扩张是关键词；抓好存量风险化解和增量风险防范；促进房地产市场平稳健康发展；要增强政治意识等。

2、苏宁电器百亿债券提前兑付

12 月 10 日，根据国家企业信用信息公示系统消息，苏宁控股集团股东张近东、张康阳父子以及南京润贤企业管理中心（有限合伙）已将公司股权出质给淘宝（中国）软件有限公司，股权出质登记日期均为今年 12 月 4 日。有媒体报道称，此次出质股权数额共计 10 亿元人民币，与苏宁控股集团的注册资本金额等同。一石激起千层浪，有关苏宁“债务危机”的猜测迅速刷屏，将其推向舆论漩涡中心。12 月 11 日，苏宁易购（002024.SZ）跳空低开，盘中一度下跌近 7.5%，至收盘时跌幅收窄至 5.53%。当晚，苏宁电器集团有限公司公告称，15 苏宁 01 债券将于 2020 年 12 月 16 日开始支付债券本金和最后一个年度利息。至此，苏宁电器百亿债券提前兑付。苏宁方面表示，股权质押是正常的商业合作，对苏宁易购战略发展和正常经营无实质影响。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：公开市场净回笼 3500 亿元，资金面整体宽松，预计央行将继续维护流动性合理充裕，满足跨年资金需求

1）央行的公开市场操作：央行公开市场净回笼 3500 亿元，资金面整体宽松

本周央行共进行 1500 亿元逆回购操作，同期有 2000 亿元央行逆回购和 3000 亿元 MLF 到期，因此公开市场操作实现净回笼 3500 亿元。下周（12 月 14 日至 12 月 18 日）央行公开市场将有 1500 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 500 亿元、600 亿元、200 亿元、100 亿元、100 亿元。此外下周三（12 月 16 日）有 3000 亿元 MLF 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	-1500	-200	-100	-100	-100
7 天	500	600	200	100	100
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）365D	0	0	0	0	0
MLF（回笼）366D	-3000	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	-4000	400	100	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：本周资金面宽松。银行间市场流动性整体延续偏宽松格局，隔夜回购加权利率再次跌破 2%。央行态度持续友好，中长期资金预期续改善，同业存单利率跌势不改。政策暖风下短期资金压力有限。

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	1.4177	1.3402	1.1145	1.0599	1.5121
	R007	2.2997	2.3071	2.2379	2.2159	2.3391
	R014	2.5098	2.4741	2.6734	2.5876	2.4016
	R021	2.8112	2.9326	2.7813	2.9948	3.0463
	R1M	3.1224	3.2249	3.2079	3.1620	3.1782
上交所协议回购	206001	5.2150	4.8520	5.9230	5.7010	5.7011
	206007	4.5920	4.5210	4.5830	4.1450	5.1350
	206014	4.7760	5.4520	4.7260	5.0450	5.4990
	206021	5.8450	4.2540	6.5630	6.4310	7.5940
	206030	5.3140	5.6520	5.5420	6.6140	5.1730
利率互换定盘：1Y	FR007	2.6587	2.6249	2.6179	2.6640	2.6684

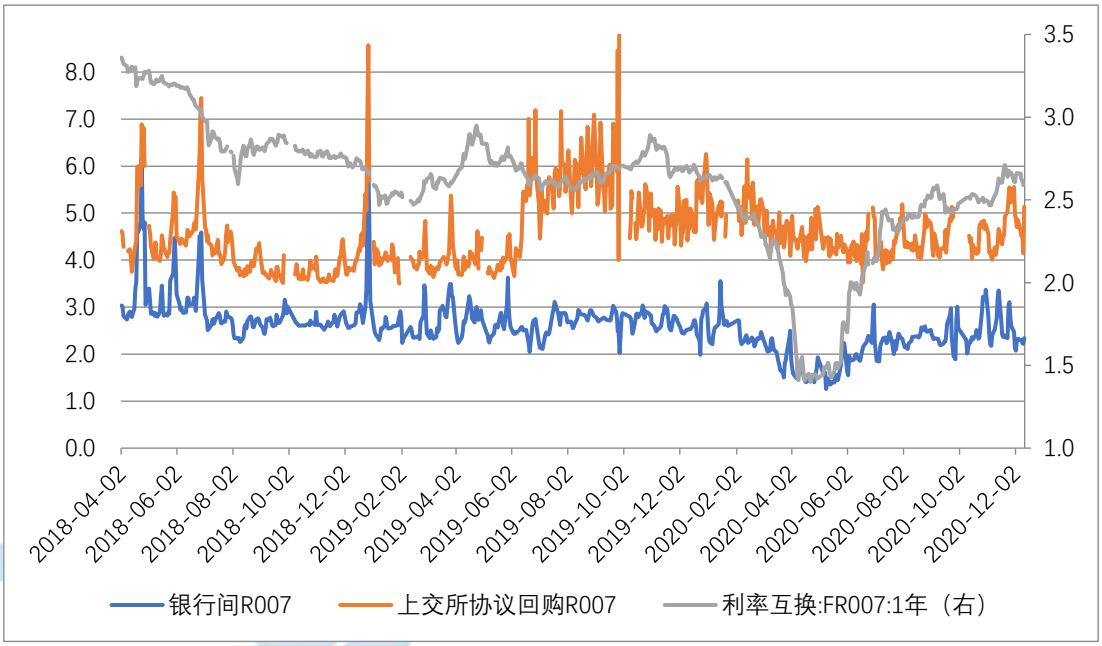
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）资金面的展望：预计下周银行间流动性整体均衡，央行将继续通过加大逆回购和 MLF 操作力度，维护流动性合理充裕，满足跨年资金需求

预计下周资金面整体均衡。相比于 10 月新增信贷社融的季节性回落，11 月新增信贷社融规模如期反弹，总体看，11 月信贷社融增长整体温和，反映出信用扩张有寻顶迹象，12 月新增信贷、社融规模将略

有下降。临近年末，市场资金需求较为旺盛，预计央行将继续通过加大逆回购和 MLF 操作力度，维护流动性合理充裕，满足跨年资金需求。

图 9：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：央行有意维护年末流动性平稳，但央行偏紧的政策导向未发生改变，债市仍需谨慎

1）利率债走势复盘：资金面先松后紧，地方债发行再度开启，长债收益率震荡上行

本周央行维稳资金面的意图明显，存单利率出现回落态势，长债收益率震荡。周一，央行净回笼 4000 亿元，但银行间资金面仍维持在较为宽松的水平，隔夜利率和 7 天利率分别处于 1.4%和 2.3%的水平。当日，影响市场的因素主要在于贸易数据，早盘公布的进出口数据继续超市场预期，11 月单月的出口额同比涨幅达到 21.1%。但市场今年以来对进出口超预期消化的差不多。周二，现券收益率下行，主要和央行公开市场操作有关，在当前资金宽松的格局下，维持正的净投放量，对市场的呵护意图较为明显。市场做多的情绪首先蔓延至同业存单市场，周二开始存单一二级交投活跃，一级发行价格也开始有所下行，但各期限募集量均募满，同业存单利率短期见顶，短端的活跃带动了现券的做多情绪。周三，早盘公布了 CPI 和 PPI 数据，显示上游企业利润较好，而终端需求一般；同时市场对国债供给的担忧仍较大，市场预计国债单期发行量维持在较高水平，当日 2 年和 5 年国债的一级发行结果，也体现出市场的担忧，收盘后财政部公告下周 1、10 年国债发行量分别为 610 亿和 650 亿，略比盘中市场预期低一些，尾盘金融数据发布，从社融增速和 M2 看，整体信用增速处在高位水平，信用拐点或许较市场预期仍稍往后，但市场对此已形成一致预期，整体反映一般。周四，当日进行 100 亿元逆回购操作，另有 100 亿元逆回购到期，当天零回笼零投放，现券收益率下行，逻辑与前几日基本一致，主要在于年底同业存单发行利率迅速回落，银行负债端压力减轻。周五，资金面明显收紧，另一个对债市形成压制的消息是，安徽省财政下发了《关于 12 月份发行再融资债券的再次预通知》，拟于 29 日发行一批 221 亿再融资债券。市场本以为地方债已经发完，今天又突然有新增发行，让产生市场了负面预期差。

图 10：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：社融拐点虽现，但经济数据仍向好，央行偏紧的政策导向未发生改变，债市仍需谨慎

本月社融存量规模同比增速自 3 月持续增加以来首度小幅下降 0.1pct，叠加新增社融及贷款同比增量均较前期有较大程度的下滑，社融增速已然见顶，预计未来将逐步回落。但当前企业的融资需求依然旺盛，贷款结构良好，与出口等经济数据可相互验证。同时前期宽信用的效果显著，PMI、出口等数据强势，即经济复苏的态势仍将持续。

对于货币政策而言，5 月以来货币政策开始收紧，“紧货币”先于“紧信用”开启，截至当前“紧货币”已经做得比较充足，而“紧信用”随着社融增速的拐点的出现，刚刚有所体现；当前在月末跨年前夕，央行释放积极信号维稳流动性，“紧货币”似有缓和之态，但“防风险”目标上升指向下，货币政策偏紧的方向并未改变，收紧周期的宽松窗口或如昙花一现。

对于债市来说，基本面仍不支持趋势性行情出现，但社融增速放缓意味着调整空间可能也将有限。负债稳定的配置盘可适当布局来年。

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：一级存单发行利率多数下跌，信用债发行量较上周上升

本周同业存单发行量较上周上升，本周存单发行量约 8,408.70 亿元，较上周发行量上升 92.30%。本周存单到期量为 5,332.90 亿元，较上周到期量上行 52.03%。

各期限存单收益率多数下跌，1M 存单收益率较上周上升 39.69bp，3M 期存单收益率较上周下跌 16.61bp，6M 期存单收益率较上周下降 18.39bp，9M 期存单收益率较上周下降 10.74bp。

信用债方面，一级市场信用债发行量上涨。本周非金融企业短融、中票、企业债和公司债合计发行约 3,098.76 亿元，较上周环比上涨 4.54%。

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 6.89bp、下降 1.97bp、下降 2.81bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较

上周分别下降 4.9bp、下降 1.99p、上升 0.18bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别上升 1.10bp、上升 0.01bp、下降 1.85bp。

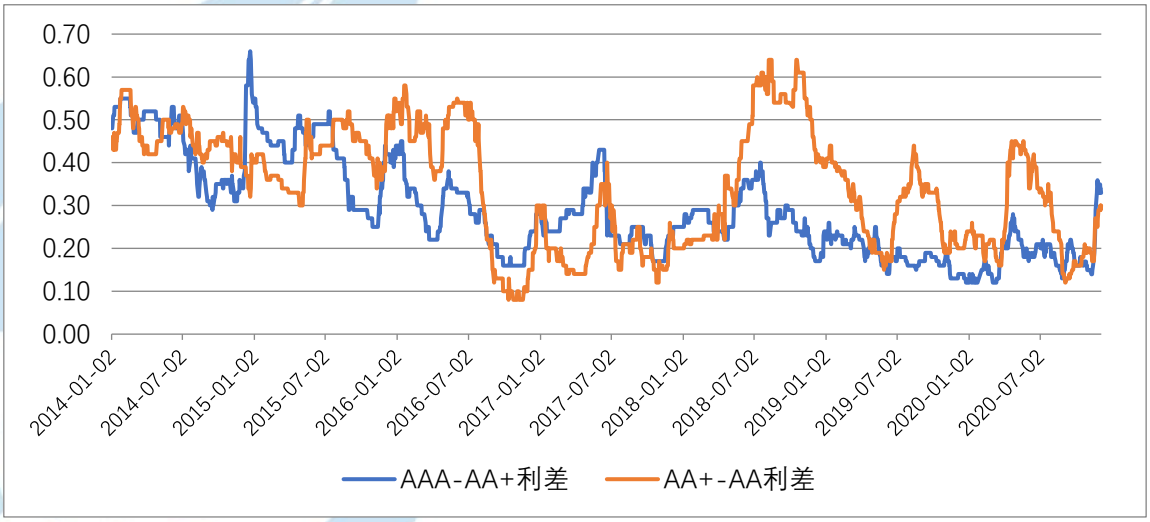
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	3.394	41.60%	-6.89
信用债(AAA):3 年	3.7877	37.50%	-1.97
信用债(AAA):5 年	3.936	30.40%	-2.81
信用债(AA+):1 年	3.684	41.20%	-4.90
信用债(AA+):3 年	4.117	39.90%	-1.99
信用债(AA+):5 年	4.276	33.50%	0.18
信用债(AA):1 年	4.004	40.70%	1.10
信用债(AA):3 年	4.437	39.40%	0.01
信用债(AA):5 年	4.666	30.60%	-1.85

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+信用利差较前周无变化，AA+和 AA 之间的利差较前周走阔 2bp 至 32bp。

图 11：中低评级信用利差走阔（%）



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：权益市场震荡下行，可转债市场随之下行，建议关注顺周期、金融、可选消费、细分科技成长龙头、“十四五”主题

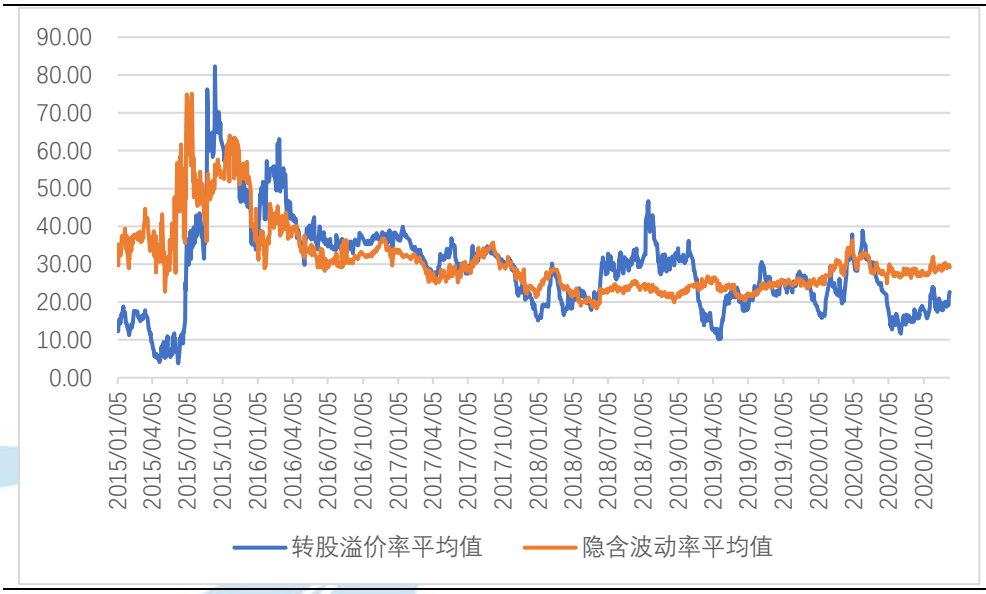
1）可转债的走势复盘：权益市场震荡下行，可转债市场随之下行，本周一级发行明显提速

本周权益市场震荡下行，上证指数本周收于 3347.19 下跌 2.83%，深证成指本周下跌 3.36%，创业板指本周下跌 1.58%，中小板指本周下跌 3.57%。可转债市场随权益市场震荡下行，本周上证转债下跌 1.67%至 323.83，深证转债下跌 1.74%至 259.03，中证转债下跌 1.70%至 362.74，其中，横河转债、盛路转债、隆利转债、凯龙转债、英科转债等领涨，隆利转债、英科转债等低溢价转债随正股带动上榜；正裕转债、希望转债、金禾转债、三超转债、中环转债等领跌，高溢价正裕转债跌幅居首，希望转债、金禾转债、三

超转债随正股下跌，中环转债即将强赎跌幅居前。一级方面，本周润建转债、北陆转债、永冠转债、超声转债、朗新转债、财通转债、高澜转债、靖远转债、万顺转 2、海兰转债十只转债发行，一级发行提速，本周无转债上市。

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上行。

图 12：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：权益市场把握慢涨中的轮动节奏和扩散效应，转债建议以正股质优为核心筛选，关注顺周期、金融、可选消费、细分科技成长龙头、“十四五”主题**

年底时点股市往往交投清淡，加上当前 A 股整体估值不低、指数又逼近前高，预计短期大概率继续震荡，交易情绪仍是核心变量。但中期看，经济复苏+通胀温和的宏观环境仍对股市略有利，叠加传统的春季躁动行情，市场不缺结构性机会。趋势上，A 股正处于跨年轮动慢涨期，基本面预期逐步改善抬升市场底线，增量资金缓慢入场。风格上，顺周期是主线，预计能够延续至明年一季度；而在年底收官阶段，建议同时把握周期行情扩散和机构博弈这两条副线。

转债方面，个券估值普遍偏贵的状况不改，仓位上建议大资金中配或低配、中小资金则多做板块轮动。越是在股市趋势性弱化而板块逻辑日渐模糊的情况下，越要重视转债本身估值的安全边际。操作上，建议提前埋伏“低估值+业绩预期触底”品种、规避“高估值+业绩预期见顶”品种，根据基本面表现和持续性决定个券持有时间。顺周期趋势并未出现变化，在当前市场预期相对一致的背景下，仍旧值得在既定方向参与。其余可以配置部分正股龙头转债价格合理的标的作为增强，考虑到转债市场总体的安全垫有限的背景下，建议以正股质优为核心来进行筛选。近一个多月以来市场的主要获利方向聚焦在顺周期主线，这也意味着其余不在市场焦点范围内的板块受到了一定的负向冲击，这可能导致一部分正股资质不错的转债标的价格回落，从而带来中期配置的机会。建议关注以下方向：（1）顺周期低估值板块的价格修复；（2）经济复苏带来的金融、可选消费的修复；（3）细分科技成长龙头；（4）重点关注“十四五”主题催化下的主线。

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：进入年底休整期，短期震荡为主，三思路关注中期机会

1） 权益市场走势复盘——自箱体上沿震荡回落 市场开始趋于谨慎

本周市场震荡下跌，调整态势明显。上证综指收于 3347.19 点，全周累计下跌 2.83%；同期深圳成指和创业板指分别下跌 3.36%和 1.58%；两市合计成交 3.81 万亿元，环比萎缩约一成。

盘面上，主要股指连续下跌，热点散乱，个股多数疲软。板块表现上，主要板块多数下跌，其中权重板块金融地产连续下挫对市场人气影响较大。个股方面，周内累计上涨个股数不足 700 家，占比不足两成；累计跌幅超过 9%的超过 500 家，跌幅超过 5%的达 2034 家，占比近五成。多数个股跌幅明显，亏钱效应出现，投资者开始倾向于谨慎。市场进入年底休整期。

图 13：上证综指自箱体上沿震荡回落 人气下滑

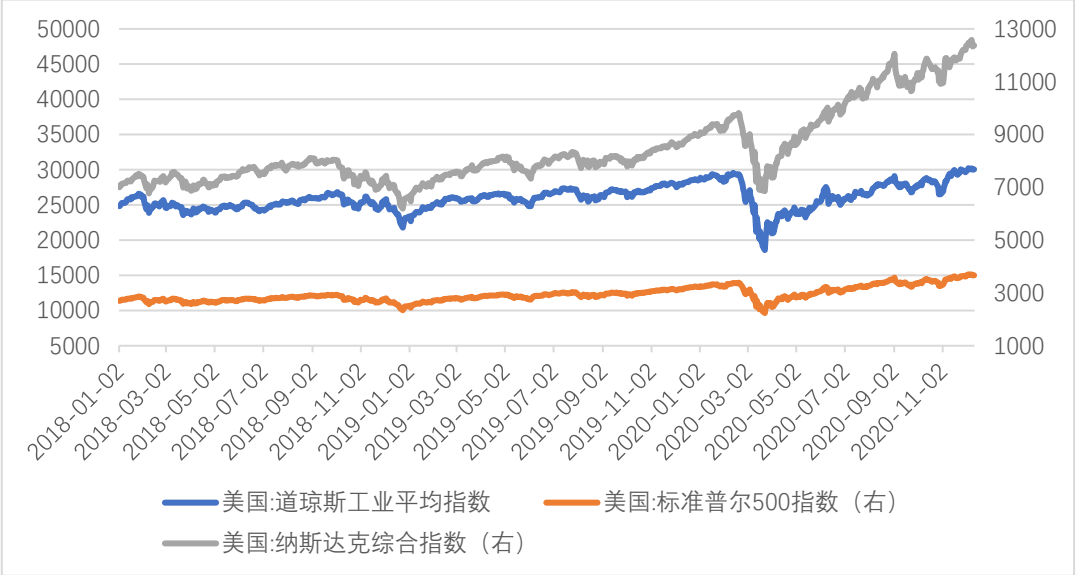


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，美股三大指数均下降，道指本周下降 0.57%，报 30046.3700 点，纳指本周下降 0.69%，报 12377.8700 点，标普 500 指数本周下降 0.96%，报 3663.4600 点。

失业数据打压美股，在冠状病毒爆发期间，美国国会在向美国人民提供帮助的努力再次碰壁。疫情每周造成数千人死亡，数百万人排队领取食品。国会议员们直到周三下午还没有解决妨碍达成协议的一系列问题。国会几个月来未能向人们提供援助，防止数百万人失去失业保险或住房。美国股票价格昂贵。目前，标普 500 指数的周期调整市盈率已经超过了 31，而历史长期平均水平还不到 17，这就意味着回归均值就等于暴跌。太多投资者之所以购买股票，是因为其他资产的预期前景更差，但是他们却忽略了一个重要的可能性--旦 2021 年经济陷于衰退，而且去通胀前景明晰起来，则三十年期国债收益率完全可能再降低 1%，这便意味着至少 20%的真实回报率，而与此同时，伴随股票市盈率回归正常，标普 500 指数却可能下跌 30%到 40%。

图 14：美股三大股指下降



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——进入年底休整期，短期震荡为主，三思路关注中期机会

展望后市，宏观环境“上下两难”的格局未变，市场进入年底休整期，主要股指大概率维持震荡，整体涨跌幅或有限。

宏观经济向好趋势未变。从周内公布的经济数据看：（1）11 月份 CPI 环比和同比均下降，同比下降 0.5%，环比下降 0.6%；PPI 环比由平转涨，同比降幅有所收窄，同比下降 1.5%（降幅比上月收窄 0.6 个百分点），环比由持平转为上涨 0.5%。CPI 下降主要受去年基数高，如猪肉等食品价格同比下降较大的影响，并非传统的通缩；而 PPI 环比转涨，未来在大宗商品价格推动下预计还将上升。整体看，工业品价格继续回升，表明当前工业生产稳定恢复，市场需求持续回暖。（2）11 月人民币贷款增加 1.43 万亿元，同比多增 456 亿元；社会融资规模增量为 2.13 万亿元，多增 1406 亿元；M2 同比增长 10.7%，M1 同比增长 10%；均高于预期。金融数据保持较高增长，从结构上看在持续优化，反映出实体经济向好态势。

临近年底，A 股资金面和投资者心理出现波动。从影响银行间流动性的因素分析，临近年末流通中现金流出银行体系压力较大；财政支出季节性冲高，央行财政存款支出进度加速；中下旬跨年资金需求增多，同时 12 月份银行存在压降结构性存款的压力。这些因素使得年底金融机构头寸往往比较紧张。近期国债收益率持续维持在高位，随着年底企业跨年资金需求大幅增加，债市流动性或呈持续偏紧状态，并将逐步影响到权益市场资金面。

投资者心理转向谨慎，投资意愿下降，获利了结意愿可能增强。从本周看，周三和周五市场下跌时量能有所放大，表明当前投资者卖出意愿较强。随着股指技术指标转弱，人气下降，叠加短期亏钱效应，后续仍将面临较大抛售压力。叠加今年结构性行情下部分板块和个股年内涨幅巨大，积累了大量获利盘，这些持仓在年底不确定性加大时，获利了结意愿显著增强，也将带来抛压。就机构投资者而言，年底为承上启下的时间段，短期内加大权益配置的概率也较小。

此外，当前市场结构性估值泡沫较大，增加了市场休整的内在需求，估值回归后方有利于开启下一轮中期行情。截至 12 月 11 日，A 股沪深 300 市盈率（TTM）为 15 倍，处于历史中位略高水平；但创业板仍高达 96.77 倍，科创板估值更高，处于显著高估水平。

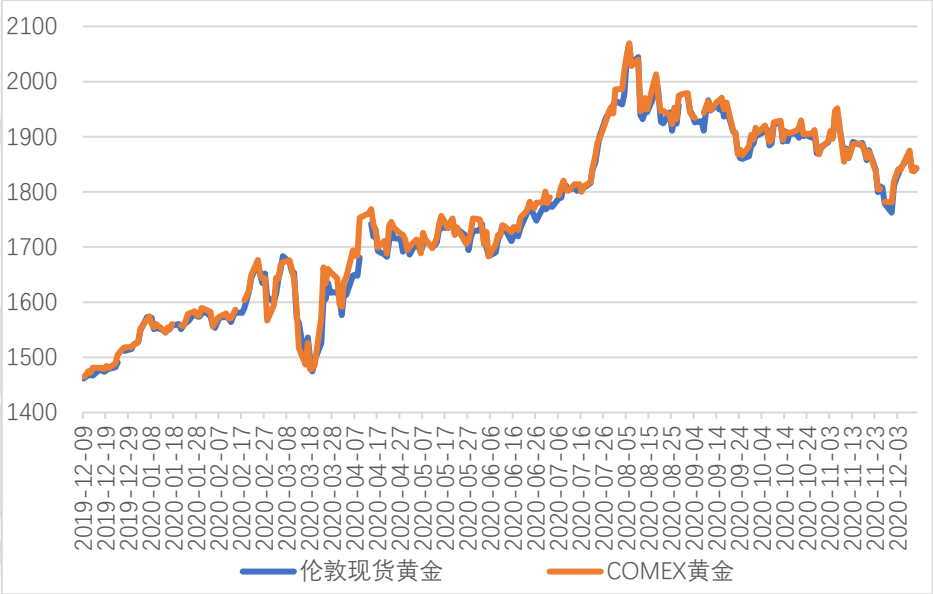
综上因素，市场进入年底休整期：短期大概率维持震荡，系统性机会有限，而高估值个股、无业绩的垃圾股将面对较大的估值回归风险。短期可适当降低仓位配置，防范高估值个股风险，将精力投放于未来中期机会的挖掘。

建议以下三个思路挖掘未来中期机会：（1）紧盯低估值绩优股，包括大金融（银行、保险、地产）与顺周期（建材、机械、化工、装备制造）等行业中的核心优质公司；（2）核心高成长股，尤其是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；（3）优势资源股，有色、煤炭等行业中资源丰富的核心公司。投资上，在市场休整期储备中期好股，并趁标的股价调整时逐步加大配置。

3.2 黄金市场分析：市场观望美财政刺激方案谈判，金价宽幅震荡但变化不大

本周金价仍维持宽幅震荡走势，周五，伦敦现货黄金价格较上一交易日下跌 2.35 美元，或-0.13%，收报于 1842 美元/盎司，但全周累计仅微跌 0.05%；美国 COMEX 黄金期货结算价上涨 6.2 美元，或 0.34%，收报于 1843.6 元/盎司，全周累计仅微涨 0.2%。

图 15：金价继续宽幅震荡，但全周涨跌幅均不大（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

本周金价先涨后跌维持宽幅震荡趋势，但总体变化幅度不大，主因是市场仍在焦急等待美国财政刺激谈判的结果，谈判有进展但仍有很大分歧，不断恶化的欧美疫情及表现不佳的美国经济数据也给金价短线带来一定支撑。目前距离最后期限仅剩下一周多时间，尚没有迹象表明国会两党在达成协议的两个主要障碍（对州援助以及新冠相关诉讼）上取得了突破，参议院民主党多数倾向于支持姆努钦 9160 亿美元的提案，但民主党领导的众议院则支持由跨党派小组草拟的 9080 亿美元的另一个方案，双方分歧仍较大。此外，美国劳工部本周公布的数据显示，美国上周首次申请失业救济人数意外飙升至 85.3 万人，相比此前一周增加 13.7 万人，远超市场预期，为 9 月以来最高水平，表明为遏制疫情反弹而采取的限制措施，已造成新一轮失业，美国不利经济数据为金价提供潜在上涨动力。

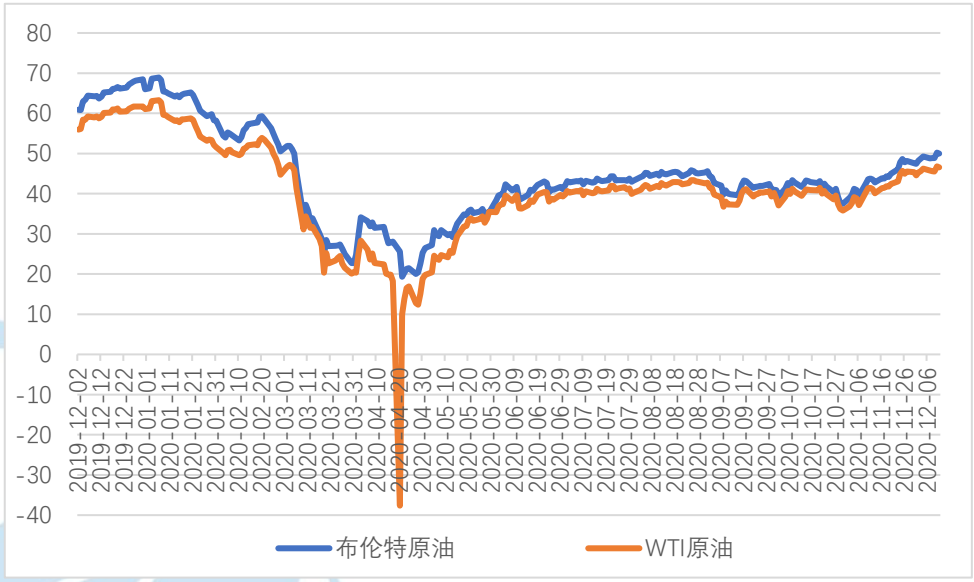
受美财政方案谈判刺激，短期内金价可能在 1800 美元上仍有一定支撑，但中长期看，金价仍将处于下行趋势。根据美国国会两党谈判的过往经验，此次财政刺激很可能将在下周达成一个双方都认可的新方案，尤其是当前美国经济再次受疫情重创、各项经济数据恶化下，新财政刺激方案的推出已刻不容缓。这将对金价提供有力支撑，至少可以保持在每盎司 1800 美元之上。但中长期看，随着各项疫苗利好消息释

放，加上越来越多的国家批准疫苗施打，疫情将得到不断缓解，并拉动全球经济进一步恢复，不排除主要央行将暂缓货币刺激措施的可能，这将对金价产生不利影响。

3.3 原油市场分析：新冠疫苗推出后，原油需求前景趋于乐观，同时全球央行宽松政策推高大宗价格，油价继续上涨

本周油价震荡小幅收涨，周五，布伦特原油期货合约结算价较上一交易日下跌 0.28 美元，或-0.56%，收报于每桶 49.97 美元，但全周累计上涨 1.46%；美油期货合约结算价下跌 0.21 美元，或-0.45%，收报于每桶 46.57 美元，全周累计上涨 0.67%。两油均录得周线六连阳。

图 16：本周油价继续上涨，但涨幅明显下降（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

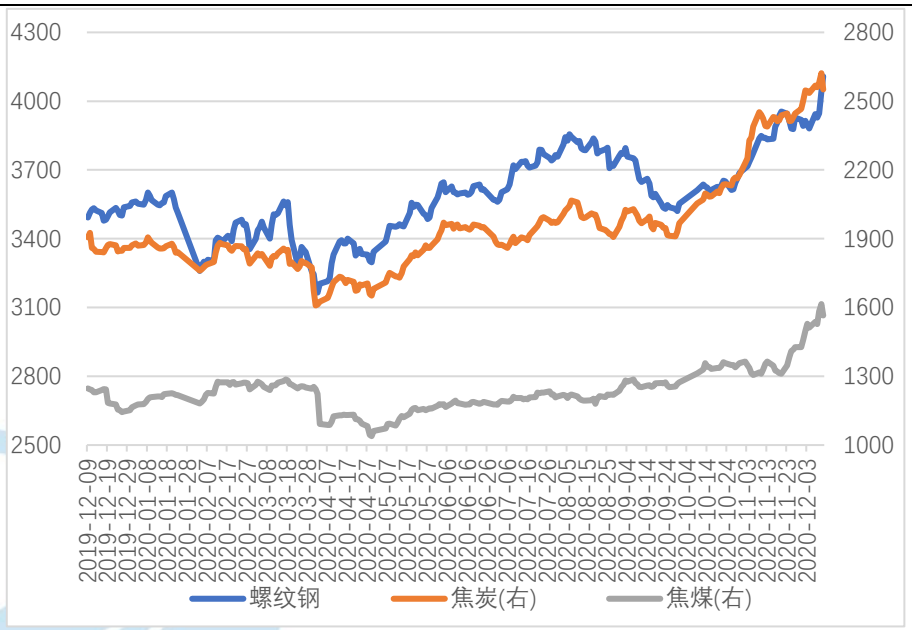
油价仍小幅收涨，主因是市场对于新冠疫苗推出之后，对未来原油市场消费前景抱有乐观预期，同时全球央行的宽松措施也刺激包括油价在内的大宗商品走高。受英国已推出新冠疫苗和美国即将批准一种疫苗提振，市场预期这可能刺激原油需求反弹。辉瑞疫苗上周得到英国药品和健康产品管理局的批准后，于本周开始施打。美国食品和药物管理局也已批准了此种疫苗，最快将在下周开始施打。此外加拿大等国家也同意批准辉瑞疫苗，辉瑞将在 2021 年为加拿大提供不少于 2000 万剂的新冠疫苗。对新冠疫苗的乐观情绪占据了主导地位，并继续限制了油价任何的大幅走软。另外，随着全球经济从疫情造成的大萧条以来最严重的衰退中反弹，大宗商品市场正在强势回归，彭博大宗商品现货指数周四上涨 1.3%，至 2014 年以来的最高水平，被视为全球经济晴雨表的铜价正在飙升，而极端天气和强劲的中国需求正在推高铁矿石和全球农产品价格。

不过短期内，美国疫情严峻的形势仍然对原油需求前景带来打压，同时当周美国原油库存意外暴增也给油价短期走势带来压力，这将限制油价进一步走高，预计（布伦特）油价将维持在每桶 45-50 美元之间。最近美国疫情每日新增和死亡数字还在不停创新高，同时每周初请失业金人数也意外出现反弹，说明美国经济已明显受疫情反弹的不利影响，欧洲地区的疫情状况也不容乐观，这将一直油价涨幅。EIA 原油库存也意外暴增，上周 EIA 原油库存增加 1518.9 万桶，市场预期为减少 103.5 万桶。此外，OPEC+主要产油国也并不打算进行进一步减产的计划。以上均说明油价在短期内大幅上涨的可能性不存在。

3.4 黑色产业链分析：旺盛需求和上游原材料价格高企推动螺纹钢价格大涨，去产能和紧缩海关政策继续支撑双焦价格上涨

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周同期每吨上涨 227 元，收报于 4108 元/吨，跌幅 5.85%；焦炭价格每吨上涨 15 元，收报于 2551 元/吨，涨幅 0.59%；焦煤价格每吨上涨 28 元，收报于 1566 元/吨，涨幅 3.5%。

图 17：螺纹钢价格高位震荡，双焦价格继续大涨（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

钢铁行业供需基本面主要支撑了螺纹钢价格的大幅上涨。一方面，下游行业需求方面，“双 11”以及即将到来的元旦和春节，钢厂会为冬储做准备，汽车、家电等下游产品销售情况良好。海外经济也在启动，美国大选落定、疫苗有效性逐步提升，加上有欧美感恩节和圣诞节带动，海外订单需求也在快速增长。11 月 PPI 同比降幅收窄 0.6 个百分点，也说明了这一点。另一方面，上游原材料铁矿石、动力煤价格最近一段时间以来高企，将部分成本传导至钢材价格。本周铁矿石主要合约期货价格已涨破每吨 1000 元，创 2013 年 10 月铁矿石期货上市以来新高，同时 11 月以来动力煤价格也一路飙涨，目前现货价格已涨破每吨 600 元，屡创年内新高。从螺纹钢库存变化看，总库存（厂库+社库）本周较上周减少 35.21 万吨，说明短期内下游市场对螺纹钢旺盛的需求仍存，或将支撑螺纹钢价格继续走高。

去产能政策和库存再次去化同时发力，支撑焦炭期价上涨。10 月以来，各地去产能政策力度超预期，年底河南、河北等地仍有新增淘汰产能预期，下游行业需求旺盛导致钢铁厂铁水产量维持高位，需求保持旺盛，导致焦炭供需状态持续偏紧。尤其本周焦化企业第八轮提涨后，目前市场正在酝酿第九轮提涨，整体情绪较为乐观，需求的持续性及去产能政策落地的力度，将决定焦炭价格的上升高度。

海外焦煤进口减少，焦煤供需结构性持续偏紧，价格连续上涨。目前焦煤现货稳中偏强运行，山西山东等地焦煤现价均有上涨，尽管焦煤期货价格震荡运行，但由于近期蒙古国疫情加重导致口岸通关量减少，同时因中澳关系紧张，澳煤压港资源通关较困难，整体使得焦煤进口量大减，在下游需求仍偏高和下游企业积极补库下，焦煤供需出现结构性紧张，从而推动焦煤期价上行驱动，短期内焦煤或有转入高位震荡的需求。

3.5 人民币兑美元汇率分析：本周，美元指数为四周来首次上涨，人民币汇率中枢进一步升值的空间已经不大，总体上会呈现双向波动的态势

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.5405，较上周上涨 0.16%。即期汇率报 6.5411，较上周下降 0.17%。美元指数报 90.9743，本周涨 0.31%，为四周来首次上涨。

本周五，央行、国家外汇管理局发布公告称，为进一步完善全口径跨境融资宏观审慎管理，引导金融机构市场化调节外汇资产负债结构，中国人民银行、国家外汇管理局决定将金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 下调至 1。此举的信号意义更强，给汇市降温。从六月份以来到现在为止，人民币汇率已经持续升了六个多月时间，市场出现了一些顺周期的情况。通过宏观审慎系数逆周期调节，实际上就是想释放一个信号，促成市场预期分化，促进外汇收支平衡。同时，由于这个措施主要是针对银行，约束银行对外举债，对内发放外汇贷款的能力，故对企业应该没有直接影响。

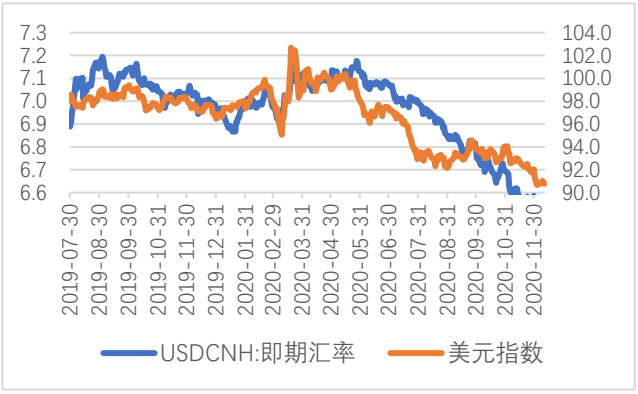
预计人民币汇率将中枢继续抬升，但空间不大。第一，美元指数明年在经济复苏和低利率的综合作用下仍然会逐步下行，这会支撑人民币汇率；第二，人民币汇率的中枢在明年上半年有望进一步下沉至 6.4 平台，而随着疫苗问世驱动全球疫情形势逐步好转，我国贸易顺差预计将逐步缩窄，美债利率上行也将带动中美利差见顶回落，综合影响下，人民币汇率升值或将告一段落，转入震荡波动走势。总体看，明年人民币汇率中枢进一步升值的空间已经不大，明年以双向波动的态势为主。

图 18：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 19：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，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。