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:央行呵护年底流动性，长债收益率震荡下行（2020.11.30-2020.12.4）



## 摘要


- **PMI 数据：制造业和非制造业生产活动继续增强，经济复苏态势进一步确立。**随着国内经济供需两端不断修复以及海外经济复苏带来出口超预期增长，制造业和非制造业企业生产经营活动持续加快，经济恢复态势进一步确立。制造业生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数仍低于临界点。服务业稳定改善，建筑业重回高位景气区间，投资对经济复苏的支撑力度加强。但需求不足问题仍存，需要“六稳”“六保”等政策继续保驾护航，在双循环主调下进一步增强内需。

- **资金面及央行公开市场操作：央行本周意外投放 2000 亿元 MLF，资金面整体宽松，预计下周银行间流动性整体充裕。**近期经济数据显示国内经济继续向好，而央行的定向支持举措未改整体宽松货币政策的退出决心，周一 MLF 意外现身后的乐观情绪消失殆尽，债市恢复谨慎心态。央行加大公开市场净回笼力度，本周净回笼 300 亿元，不过月初之际银行间资金面仍非常宽松，周三隔夜回购利率续跌至 0.81%附近，续创逾两个月低点，随后两个工作日开始上涨，周五至 1.14%，价格仍然较低。下周回购利率可能仍会维持 OMO 中枢波动。

- **利率债：债券收益率拐点未现，12 月长端利率债预计维持震荡。建议交易盘多看少动，耐心等待利率拐点，配置盘可逢高点介入。**本周央行意外投放 2000 亿元 MLF，资金面持续宽松，然而近期监管频频喊话控制宏观杠杆率，防控金融风险，加之大宗商品价格持续上涨，债市收益率震荡回落。货币政策和基本面整体对债券市场仍然偏空。与此同时，银行负债端压力仍然较大，存单利率持续上行，制约了中短端收益率的下行空间。总体而言债券收益率拐点未现，目前的主要矛盾集中在基本面约束，以及货币政策态度，12 月长端利率债预计维持震荡。建议交易盘多看少动，耐心等待利率拐点，配置盘可逢高点介入。

- **可转债：权益市场震荡上行，可转债市场随之小幅上行，建议关注顺周期、可选消费、细分科技成长龙头、“十四五”主题。**本周权益市场震荡上行，成长风格优于价值风格，可转债市场随权益市场震荡上行，但表现不及对应权益市场。全球经济复苏进程延续，市场对顺周期板块业绩回暖逐步达成共识，中短期预计顺周期板块行情将延续，中长期看科技消费仍是未来主线，建议关注顺周期、可选消费、细分科技成长龙头、“十四五”主题。


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：短期“上下两难” 中长期保持乐观 关注低估值绩优股和顺周期。**本周股指震荡收高，多数个股上涨，但走势较犹豫，市场存在一定观望情绪，3200-3450 点大箱体格局未变。当前市场环境依旧是：经济上持续向好；流动性逐步收敛；海外新冠疫情延续，与美国财政刺激或出台利多同时存在；行为金融上年底获利了结与避险意愿上升。短期宏观环境多空纠结，市场上下两难。中长期而言，政策推动宏观流动性流向股市；盈利向上趋势不变。A 股中长期持续乐观，如短期调整将是中期较好加仓机会。建议在做好风险防控的基础上关注优质公司。板块配置方面，继续关注低估值绩优和广义顺周期板块：低估值上游、大金融（银行保险）和可选消费。

- **黄金：美国出台财政刺激预期升温导致美元走软，金价大幅反弹。**过去一周，美国两党提交一项新的财政刺激方案，并得到两党多数人支持，经济刺激措施的希望升温，导致美元大幅走软，金价探底回升。金价短期或将在 1750 美元和 1800 美元附近得到一定支撑，但随着疫苗利好消息仍不断释出，英国脱欧谈判接近结束，美联储或暂缓货币刺激措施，扰乱市场的不确定性进一步消除，金价仍存在下行风险。

- **原油：OPEC+努力维持限产、美国刺激计划乐观进展以及疫苗积极消息，推动油价继续上涨。**在 OPEC+努力维持限产措施、美国刺激计划的乐观进展以及疫苗的积极消息刺激下，本周油价呈现震荡冲高的走势，创下 3 月以来新高。若刺激计划和疫苗出现新的进展，布油有望突破 50 美元关口，并启动新一轮涨势，但油价连续上涨的同时，美国原油钻机数也在持续增加，美国市场原油供给已出现增加迹象，油价面临一定的回调风险。

- **黑色产业链：需求旺盛下螺纹钢价格高位震荡，去产能和海关政策收紧继续支撑双焦大涨。**尽管螺纹钢需求有所分化，但下游行业需求整体仍保持旺盛，叠加原材料铁矿石和动力煤价格处于较高水平，钢价或维持高位震荡态势。焦炭市场情绪较乐观，去产能政策和库存去化一起支撑焦炭期价连续上涨，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。海外焦煤进口大幅减少，焦煤供需结构性持续偏紧，价格亦连续大涨，价格短期内有转入高位震荡的可能性。

- **人民币汇率：美元指数继续下跌，短期看，人民币波动率将不断扩大，弱美元等因素也将支撑人民币对美元继续升值。**本周，美元指数继续下跌，已跌至近两年来的最低点，距离跌破 90 关口仅一步之遥。而短期内，美元指数走强的概率并不高。本周，人民币对美元汇率上涨，主要源于三个方面的因素共同推动：一是美元指数不断下跌。二是中美利差走阔至历史高位。三是外部环境趋于缓和，美国大选落定。短期看，人民币波动率将不断扩大，弱美元等因素也将支撑人民币对美元继续升值。

风险提示：货币政策超预期收紧 年末资金面波动加大

目录

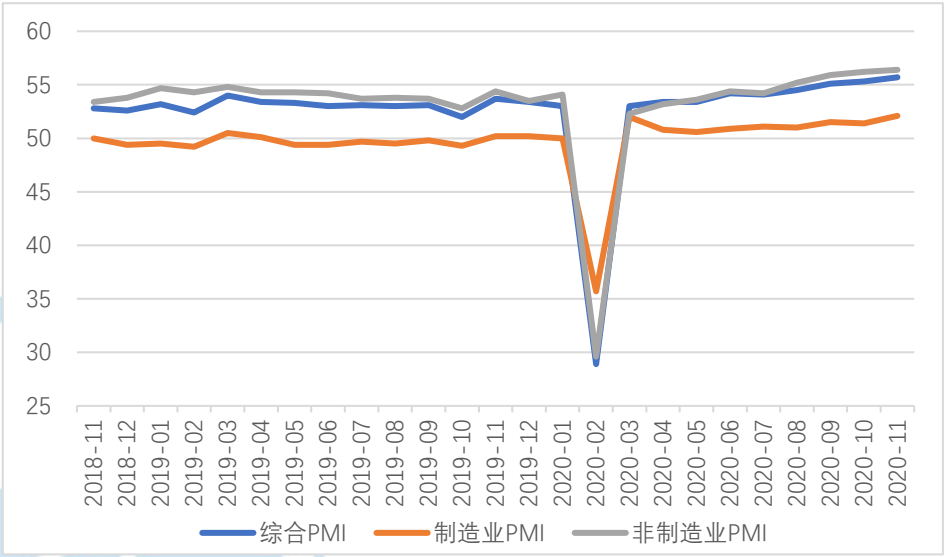
一、 本周重点经济数据分析 ..... 4
1.1 制造业和非制造业数据 ..... 4
1.2 每周要闻 ..... 5
二、 固定收益市场分析 ..... 6
2.1 资金面分析 ..... 6
2.2 利率债走势分析 ..... 8
2.3 存单与信用债分析 ..... 9
2.4 可转债分析 ..... 10
三、 主要资产价格分析 ..... 12
3.1 权益市场分析 ..... 12
3.2 黄金市场分析 ..... 14
3.3 原油市场分析 ..... 15
3.4 黑色产业链分析 ..... 16
3.5 人民币兑美元汇率分析 ..... 16

## 一、 本周重点经济数据分析

### 1.1 制造业和非制造业生产活动继续增强，经济复苏态势进一步确立

**随着国内供需两端不断修复以及海外经济复苏带来出口超预期增长，国内企业生产经营活动持续加快，经济恢复态势进一步确立。**国家统计局 11 月 30 日公布的数据显示，11 月制造业采购经理人指数（PMI）为 52.1，较 10 月回升 0.7 个百分点，为 2017 年 10 月以来最高；非制造业 PMI 为 56.4，较 10 月上升 0.2 个百分点，创八年半新高；在制造业和非制造业 PMI 上升带动下，综合 PMI 提升 0.4 个百分点至 55.7。但需求不足的问题仍存，仍需要“六稳”“六保”等政策的进一步发力，继续增强扩大内需政策的实际效果。

**图 1：11 月制造业和非制造业 PMI 均继续上升（%）**




*资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部*

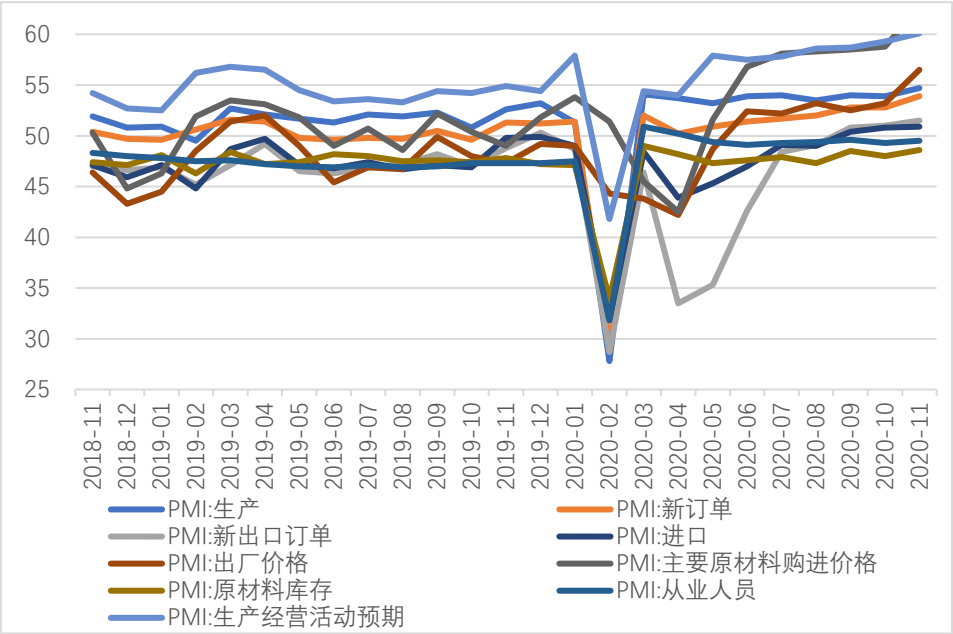
**从各项指数看，制造业几个主要指数均创年内新高，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数均高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数均低于临界点。**11 月生产指数和新订单指数分别为 54.7 和 53.9，分别较 10 月提高 0.8 个和 1.1 个百分点，且两者差距从 6 月开始逐渐缩小，从 2.5 个百分点收窄至 0.8 个百分点，统计局对此解释称制造业内生动力不断增强，供需循环持续改善。

新出口订单指数和进口指数分别为 51.5 和 50.9，分别较 10 月上升 0.5 个和 0.1 个百分点，连续三个月位于扩张区间，保持逐月回升走势，显示进出口状况持续恢复向好。但随着近期人民币持续升值，应注意企业利润承压、出口订单有所减少的情况。

随着近期上游大宗商品价格普遍上涨，11 月主要原材料购进价格指数和出厂价格均有明显上升，两者指数分别为 62.6 和 56.5，高于 10 月 3.8 个和 3.3 个百分点，均为年内高点。分行业看，受下游行业需求拉动，上游产品价格上涨幅度较明显，石油加工煤炭及其他燃料加工等行业两个价格指数位于 60 以上高景气区间。

企业对未来发展信心继续增强，11 月生产经营活动预期指数提升 0.8 个百分点至 60.1。尽管供需持续改善，但制造业就业状况仍不是很乐观，11 月从业人员指数为 49.5，较 10 月回升 0.2 个百分点，仍处于 50 以下的收缩区间。

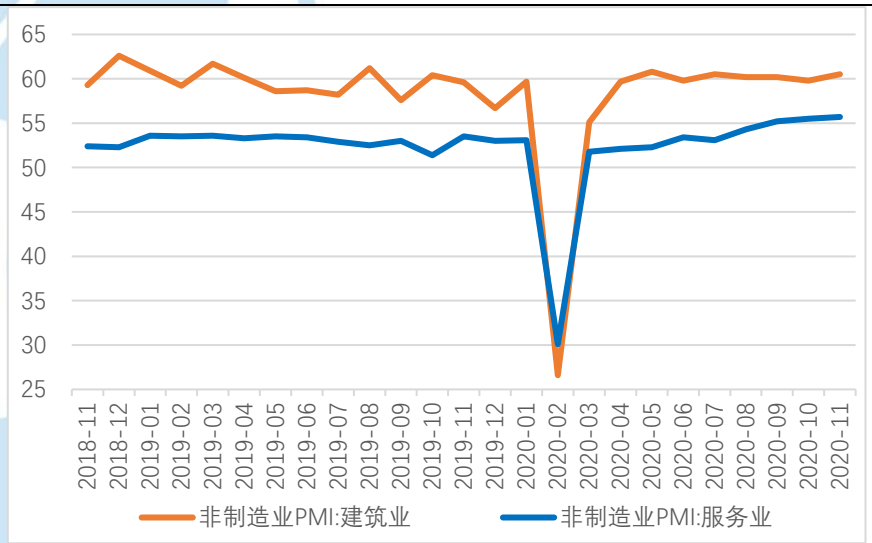
**图 2：制造业多项指数均创年内新高（%）**




*资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部*

**非制造业 PMI 的扩张主要来自于服务业复苏态势继续向好、建筑业景气度高位回升。**11 月服务业商务活动指数为 55.7，较 10 月上升 0.2 个百分点，表明服务业稳定改善，铁路运输、航空运输、电信广播电视卫星传输服务、金融等行业商务活动指数位于 60 以上高位景气区间，但房地产、生态保护及环境治理等行业降至收缩区间，景气度有所回落。建筑业商务活动指数为 60.5，较 10 月回升 0.7 个百分点，重回高位景气区间，显示建筑业生产活动稳中有升，总体有所加快，投资对经济复苏的支撑力度加强，不过随着天气转冷，建筑行业进入施工淡季，预计建筑业活动指数短期或将有所回调。

**图 3：11 月服务业复苏态势继续向好，建筑业景气度充回高位（%）**




*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、银保监会就“原油宝”事件重罚中行 5050 万

12 月 5 日，银保监会发布公告称，就中国银行“原油宝”产品风险事件依法开展调查工作，对所涉违法违规行为作出行政处罚决定，并采取相应的监管措施。针对中国银行“原油宝”产品风险事件相关违法违规行为，银保监会依法从严处罚，主要包括产品管理不规范、风险管理不审慎、内控管理不健全、销售管理不合规。银保监会对中国银行及其分支机构合计罚款 5050 万元；对中国银行全球市场部两任总经理均给予警告并处罚款 50 万元，对中国银行全球市场部相关副总经理及资深交易员等两人均给予警告并处罚款 40 万元。除依法实施行政处罚外，银保监会还暂停了中国银行相关业务、相关分支机构准入事项，责令中国银行依法依规全面梳理相关人员责任并严肃问责，切实做到有权必有责、失职必问责、问责必到位；同时责令中国银行立即采取有效措施对有关问题进行整改，汲取教训，举一反三。至此，此前沸沸扬扬的中行原油宝爆仓事件终于迎来了最终结果。

2、微众银行再调整蛋壳公寓“租金贷”处置方案

11 月以来，蛋壳公寓暴雷事件愈演愈烈，这其中最无助的无疑是使用了“租金贷”的租客。继 12 月 2 日微众银行公告将给予蛋壳租户剩余贷款本金将免息延期至 2023 年 12 月 31 日之后，12 月 4 日微众银行再次发出公告，并给出了一个新的解决方案。公告显示，蛋壳租金贷客户退租后，与微众银行签署协议，将退租后蛋壳公寓所欠客户的预付租金，用于抵偿客户在微众银行的贷款。然后，微众银行再结清该笔贷款。尽管目前微众银行还未提供前述方案的具体操作指引，但对比两天前颇具争议性的解决方案——争议的焦点在于租户被迫搬出蛋壳公寓，无法继续享受租房的服务，但却仍要还租金的贷款，最新方案显然更具合理性以及可操作性。

## 二、 固定收益市场分析

### 2.1 资金面分析：央行操作 2000 亿元 MLF，资金面整体宽松，预计下周银行间流动性整体充裕

**1）央行的公开市场操作：央行公开市场净回笼 300 亿元，资金面整体宽松**

本周央行累计进行 2000 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 操作，本周有 4300 亿元央行逆回购到期，因此净回笼 300 亿元。下周（12 月 7 日至 11 日）央行公开市场将有 2000 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 1500 亿元、200 亿元、100 亿元、100 亿元、100 亿元,此外，周日（12 月 6 日）有 3000 亿元 MLF 到期将顺延至周一（12 月 7 日）到期。

央行本次 MLF 操作除了防范信用事件冲击蔓延的考虑，也有缓解存单持续提价的因素。存单利率偏离 MLF 利率过多不利于发挥 MLF 引导中期利率的作用，此外也借此缓和当前市场对货币收紧不断升温的预期。

**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 | -400 | -700 | -1200 | -800 | -1200 |
| 7 天 | 1500 | 200 | 100 | 100 | 100 |
| 14 天 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| MLF（投放）365D | 2000 | 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 | 3100 | -500 | -1100 | -700 | -1100 |

*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。**近期经济数据显示国内经济继续向好，而央行的定向支持举措未改整体宽松货币政策的退出决心，周一 MLF 意外现身后的乐观情绪消失殆尽，债市恢复谨慎心态。央行加大公开市场净回笼力度，本周净回笼 300 亿元，不过月初之际银行间资金面仍非常宽松，周三隔夜回购利率续跌至 0.81%附近，续创逾两个月低点，随后两个工作日开始上涨，周五至 1.14%，价格仍然较低。

**表 2：本周货币市场利率（%）**

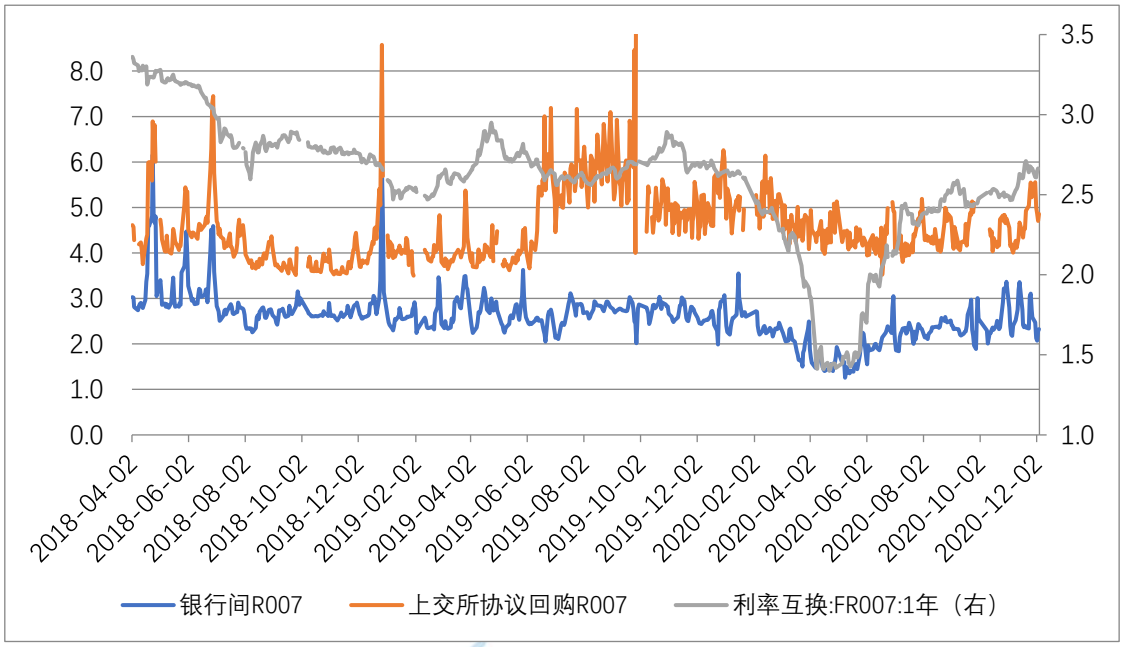
| 市场 | 代码 | 周一（%） | 周二（%） | 周三（%） | 周四（%） | 周五（%） |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 银行间回购 | R001 | 1.2568 | 0.8461 | 0.8174 | 0.9725 | 1.1470 |
| | R007 | 2.4761 | 2.1300 | 2.0720 | 2.2809 | 2.3257 |
| | R014 | 2.8572 | 2.2922 | 2.3711 | 2.3255 | 2.4356 |
| | R021 | 2.8696 | 2.4620 | 2.3361 | 2.4279 | 2.5721 |
| | R1M | 2.6336 | 2.5579 | 2.7241 | 2.7186 | 2.7018 |
| 上交所协议回购 | 206001 | 5.6340 | 5.1430 | 5.1050 | 5.0120 | 5.0120 |
| | 206007 | 5.5550 | 4.9990 | 4.8670 | 4.7050 | 4.8580 |
| | 206014 | 5.7780 | 5.5220 | 5.7040 | 5.2330 | 5.3410 |
| | 206021 | 7.4360 | 6.7840 | 6.4400 | 7.2010 | 4.9470 |
| | 206030 | 8.3150 | 8.0900 | 7.2160 | 5.0740 | 5.0210 |
| 利率互换定盘：1Y | FR007 | 2.6105 | 2.6071 | 2.6472 | 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充裕，回购利率可能仍会维持 OMO 中枢波动**

**预计下周资金面整体宽松。**本周一，人民银行不仅投放了 2000 亿元 MLF 资金，且操作了 1500 亿元 OMO 逆回购，还公告 12 月 15 日仍会进行 MLF 续作。央行是在合适的时点向市场提供了合适期限的资金，彰显了货币政策的灵活适度，也体现出对于中期资金利率的呵护。在央行呵护下，预计银行间流动性整体充裕，回购利率可能仍会维持 OMO 中枢波动，但银行负债端压力仍在，能否顺利消化年末剩余的国债供给取决于财政存款投放是否到位。

**图 4：本周资金面宽松（%）**



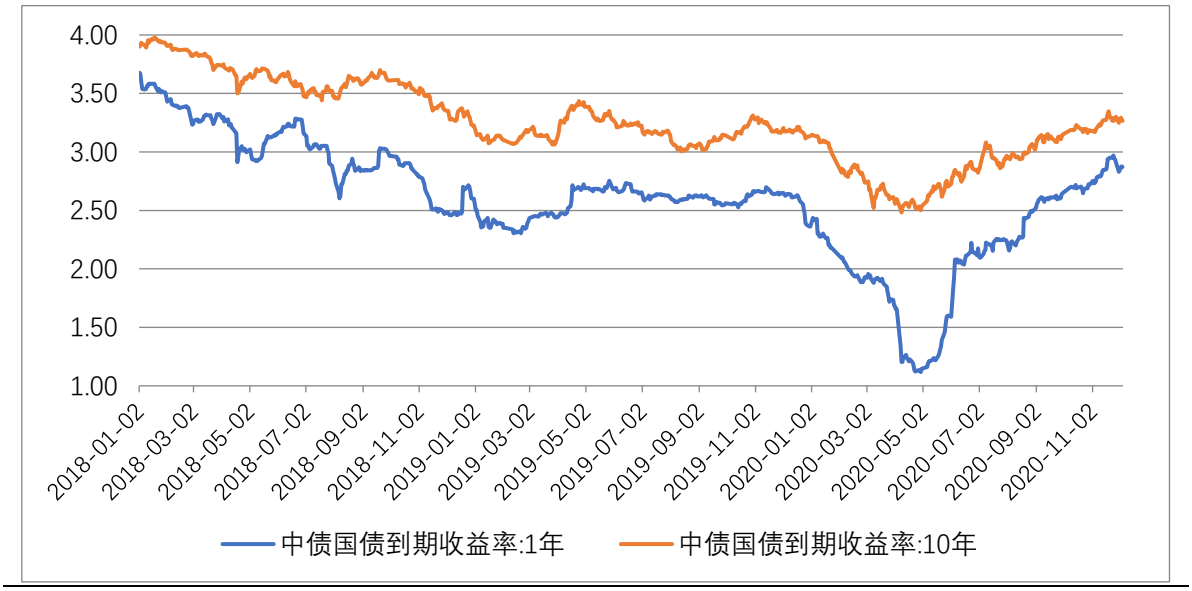

*资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部*

## 2.2 利率债走势分析：央行维稳年末资金面，12 月长端利率债预计维持震荡

**1）利率债走势复盘：央行意外投放 2000 亿元 MLF，提振债市情绪，债券收益率震荡下行**

本周央行意外投放 2000 亿 MLF，资金面持续宽松，然而近期监管频频喊话控制宏观杠杆率，防控金融风险，加之大宗商品价格持续上涨，债市收益率震荡回落。具体来看，周一，央行意外投放 2000 亿元 MLF，显示出呵护跨月资金面的意图，跨月资金面极度宽松，这一举动大幅带动了债市的情绪，当日收益率一路下行；周二，资金面依旧宽松，然而银保监会郭主席撰文称“房地产是现阶段金融风险最大灰犀牛”，于此同时央行课题组发文称“非银金融机构期限错配、高杠杆等风险凸显。”这两篇监管发文使得债市的情绪转为谨慎。周三，隔夜美国过会推出 9000 亿美元的刺激计划，美股上涨、美债下跌，加之周三动力煤价格创新高，使得本就谨慎的债市更加恐慌，长债收益率明显上行。周四，资金面延续宽松格局，早盘央媒经济参考报头版报道称，长期来看，货币政策将逐步回归正常，进一步宽松的可能性在下降，但不会贸然收紧。这一信息对市场起到了一定安抚作用，带动债市情绪回暖。周五，资金面依旧宽松，虽然央行当日净回笼 1100 亿元，但是小额投放逆回购 100 亿元，债市延续前日回暖之势，收益率小幅下行。本周 10 年国债活跃券 200006 累计下行 2.75bp，10 年国开活跃券 200210 累计下行 3.25bp。

**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：货币政策有意维稳年末流动性，基本面当前对债市仍不利，预计长债收益率仍将以震荡为主**

从近期的公开市场操作、监管层及官方媒体撰文发言来看，货币政策短期重心转向维稳，维持年末流动性合理充裕。不过，货币政策面临的基本面渐进修复、宏观杠杆率攀升等中期环境还没有根本性逆转，维持逆周期调节色彩淡化、资金面将会维持“不紧不溢”的状态，未来退出的重点预计将是信贷等政策。

从近期基本面来看，经济环境已于 7 月开始逐步转暖，基建、地产为代表的逆周期环节先行修复。8-9 月，经济结构逐步改善，社零、制造业投资增速都开始转正。至 10 月，经济数据全面向好，出口和地产超预期，未来几个月预计经济逐步升温的趋势仍将延续。

货币政策和基本面整体对债券市场仍然偏空。与此同时，银行负债端压力仍然较大，存单利率持续上行，制约了中短端收益率的下行空间。总体而言债券收益率拐点未现，目前的主要矛盾集中在基本面约束，以及货币政策态度，12 月预计维持震荡。建议交易盘多看少动，耐心等待利率拐点，配置盘可逢高点介入。

## 2.3 存单与信用债分析：一级存单发行利率出现回落，信用债各等级及各期限收益率均下行

**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下降**

本周同业存单发行量较上周上升，本周存单发行量约 4,468.60 亿元，较上周发行量上升 21.69%。本周存单到期量为 3,507.80 亿元，较上周到期量下降 9.09%。

各期限存单发行收益率多数出现小幅的回落，1M 存单收益率较上周上升 1.21bp，3M 期存单收益率较上周下跌 6.93bp，6M 期存单收益率较上周下降 4.83bp，9M 期存单收益率较上周上行 1.09bp，12M 存单收益率较上周下行 3.12bp。

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 1,919.17 亿元，较上周环比下降 51.45%。

**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均下跌**

信用债二级市场方面，信用债各等级及各期限收益率均下跌，AAA 级 1 年期、AAA 级 3 年期、AAA 级 5 年期较上周分别下降 7.53bp、下降 3.27bp、下降 8.98bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上

周分别下降 8.54bp、下降 3.27p、下降 4.98bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别下降 7.54bp、下降 2.27bp、下降 7.93bp。

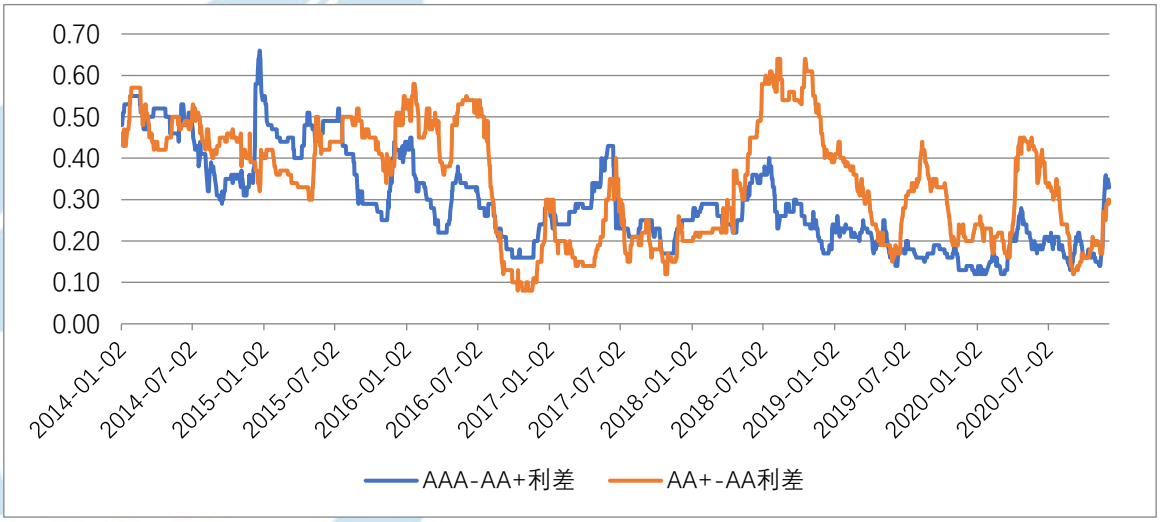
**表 3：信用债各期限收益率水平（%）**

| 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 | 3.463 | 42.60% | -7.53 |
| 信用债(AAA):3 年 | 3.8074 | 38.60% | -3.27 |
| 信用债(AAA):5 年 | 3.964 | 31.80% | -8.98 |
| 信用债(AA+):1 年 | 3.733 | 41.90% | -8.54 |
| 信用债(AA+):3 年 | 4.137 | 40.70% | -3.27 |
| 信用债(AA+):5 年 | 4.274 | 33.40% | -4.98 |
| 信用债(AA):1 年 | 3.993 | 40.50% | -7.54 |
| 信用债(AA):3 年 | 4.437 | 39.30% | -2.27 |
| 信用债(AA):5 年 | 4.664 | 30.50% | -7.93 |

*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 1bp 至 30bp。

**图 6：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：权益市场震荡上行，可转债市场随之小幅上行，建议关注顺周期、可选消费、细分科技成长龙头、“十四五”主题

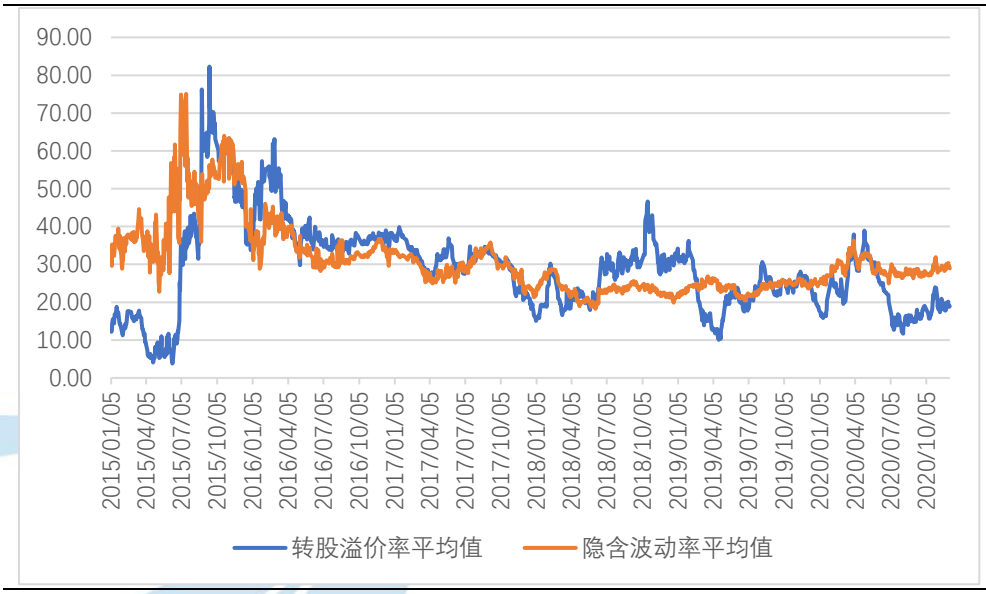
**1）可转债的走势复盘：权益市场震荡上行，可转债市场随之小幅上行，个券涨跌受正股影响较大**

本周权益市场震荡上行，上证指数本周收于 3444.58 上涨 1.06%，深证成指本周上涨 2.45%，创业板指本周上涨 4.27%，中小板指本周上涨 2.72%，成长风格优于价值风格。可转债市场随权益市场震荡上行，但表现不及对应权益市场，本周上证转债上涨 0.10%至 329.33，深证转债上涨 0.28%至 263.62，中证转债上涨 0.17%至 369.00，其中，上机转债、隆利转债、火炬转债、恩捷转债、雅化转债等领涨，上机转债、隆利转债受正股大涨驱动跟涨居前；今飞转债、汽模转 2、仅金能转债、文灿转债、桐 20 转债等领跌，汽

车行业本周下跌，今飞转债、汽模转债随正股下跌居前，福莱转债受正股折价套利跌停影响跌幅居前。一级方面，本周运达转债、福 20 转债、祥鑫转债、灵康转债、海波转债、精研转债六只转债发行，洁美转债、盈峰转债、冀东转债、立讯转债、强力转债五只转债上市。

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下行，整体变化不大。

**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：全球经济复苏进程延续，市场对顺周期板块业绩回暖逐步达成共识，中短期预计顺周期板块行情将延续，关注顺周期、可选消费、细分科技成长龙头、“十四五”主题**

2020 年分化是股票市场的主旋律，一边是乘风破浪的消费、科技，而另一边则是持续低迷的周期、金融。然而，11 月以来市场风格在极度分化中迎来反转，有色金属、采掘、金融、钢铁、汽车等顺周期行业涨幅居前。顺周期板块一改颓势，同时带动股指回暖，11 月 Wind 全 A 指数上涨 5.9%，预计顺周期板块行情仍将延续。一方面，外部环境改善，全球经济复苏进程延续。第一，拜登确认当选，对控制疫情展现出更为积极的态度；第二，近期全球范围内疫苗研发进度喜人，新冠疫苗一旦实现量产将有效提振需求，推动全球经济更快的走出新冠疫情的阴霾。另一方面，虽然经济复苏、制造业业绩回暖在国内疫情得到有效控制后已经持续半年以上，但复苏斜率趋缓、持续性存疑等因素导致市场对顺周期行业业绩缺乏信心，其他弹性更大或业绩确定性更高的行业有更好的投资机会，顺周期板块的市场关注度也比较低。但现阶段经济复苏一再被确认，市场对顺周期板块业绩回暖逐步达成共识，而随着年末部分资金开始考虑均衡配置，市场风格也开始向有利于顺周期的方向发展。

转债投资来看，中短期关注顺周期，中长期看科技消费仍是未来主线。中短期看，从业绩角度来看，随着经济复苏偏周期性行业盈利的改善将是大概率事件；从估值角度来看，行业估值分化显著，偏周期的价值蓝筹等行业估值较低，明年上半年在利率上行的情况下，其估值也没有大幅下跌的空间。但从中长期看，在利率上行的阶段，靠提升估值驱动的水牛行情已经结束，部分高估值的成长股或将承压，科技/成长以及消费等板块内部或存在一定分化，业绩确定性更为重要。未来“十四五”将以推动经济高质量发展为主题，中国经济有望迈入高质量增长时代，未来更多有关科技行业的政策和技术红利将释放，此外新格

局下消费占经济的比重或将明显提升。建议关注以下方向：（1）顺周期低估值板块的价格修复；（2）经济复苏带来的可选消费的修复；（3）细分科技成长龙头；（4）“十四五”主题相关品种。

## 三、 主要资产价格分析

### 3.1 权益市场分析：短期“上下两难” 中长期保持乐观，关注低估值绩优股和顺周期

**1) 权益市场走势复盘——上证综指短期冲高震荡，大箱体格局未改**

本周市场冲高震荡，小幅收高。上证综指最终报收于 3445 点，全周累计上涨 1.06%；同期深圳成指和创业板指分别上涨 2.45%和 4.27%。量能方面，两市合计成交 4.27 万亿元，环比略有上升。

盘面上，分化延续，板块轮动较快：前期涨幅较大的金融、有色资源等冲高回落，后半周开始有所回调；而前期持续回落的生物医药、食品饮料、电子芯片等板块下半周有所反弹。个股表现上，周内累计上涨和下跌的个股数比例约为 5：3。总体上，股指震荡收高，多数个股上涨，但走势较犹豫，市场存在一定观望情绪，3200-3450 点大箱体格局未变。

**图 8：上证综指冲高震荡 3200-3450 点大箱体格局未改**




*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 1.03%，报 30218.2600 点，纳指本周上涨 2.12%，报 12464.2300 点，标普 500 指数本周上涨 1.67%，报 3699.1200 点。

由于美国 11 月非农就业数据远远逊于预期，新冠肺炎疫情等不利因素令美国就业市场与经济复苏受到威胁，将使美国近期加速出台财政和货币刺激措施。规模 9000 亿美元的刺激计划造成了美股上涨，目前看，美联储的贷款计划非常重要.随着经济走强，预计收益率曲线将更加陡峭。

**图 9：美股三大股指上涨**




*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——短期“上下两难” 中长期保持乐观 关注低估值绩优股和顺周期**

如我们上周所分析，当前市场环境依旧是：经济上持续向好；流动性逐步收敛；海外新冠疫情延续，与美国财政刺激或出台利多同时存在；行为金融上年底获利了结与避险意愿上升。市场整体进入“上下两难”状态，短期大概率延续震荡格局。

11 月 PMI 创出年内新高，经济持续向好。11 月中国 PMI 指数为 52.1，较上月上升 0.7 个百分点，达到 2017 年 10 月以来的最高水平；非制造业 PMI 指数为 56.4，较上月提升 0.2 个百分点，保持高位扩张，连续 9 个月高于荣枯线。经济数据指向经济修复态势延续，运行韧性足。

流动性方面短期边际改善，但下半月或现压力。11 月 30 日央行超预期投放 MLF，缓解了短期资金面压力。资金市场上，周内 7 天期 shibor 回落超过 20BP。同时，周一和周二北向资金连续大额净流入 A 股，流入金额 212 亿元，推动市场周二大涨。但从影响银行间流动性的因素来看，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。总体看，上半月流动性会好于下半月，下半月资金面压力将加大，需关注央行月底释放流动性的对冲手段。

行为金融方面，对机构投资者而言，年底为承上启下时间段，一方面总结本年投资情况，获利了结意愿较强；另一面，积极筹划明年投资方向，体现在投资行为上以调仓换股为主，而攻击性不足，制约市场做多动能。近期市场情况看，资金正积极布局顺周期龙头及低估值品种，而退出估值水平过高、基本面较弱的绩差公司股票。

海外方面，美国有望达成小规模刺激方案，推动美股震荡走高。周二美国民主和共和两党参议员公布规模 9080 亿美元的经济刺激方案。美国财政部长姆努钦周三表示，政府将支持该计划，协议已经非常接近。与此同时，新冠疫情仍在延续，而疫苗研发也不断取得成果。海外市场在央行宽松预期下总体延续向上态势。此外，特朗普仍在积极寻求选举造假诉讼，增加了不确定性。

综合来看，宏观环境多空纠结，市场上下两难，短期大概率延续震荡。行情表现预期将延续结构分化：一方面，高估值公司、绩差公司将面临获利了结与估值回归两方面带来的减持压力；另一方面，业绩向好、

估值合理的优质公司，以及处于技术低位、估值较低的绩优公司，有望迎来估值切换与中长期资金调仓换股带来的投资机会。

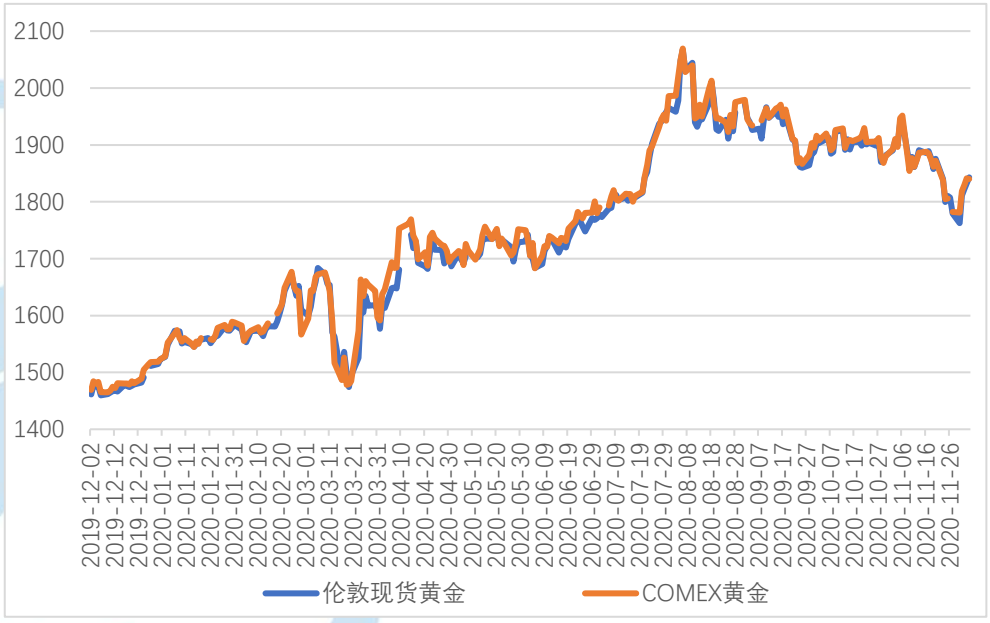
中期而言，虽然目前权益风险溢价处于历史较低分位，股票相对于债券性价比有所降低，但经济复苏、通胀上行、金融去杠杆政策三方面的政策均有利于推动宏观流动性流向股市。二季度以来经济恢复稳步推进， A 股盈利向上修复趋势不变，明年盈利将成为股市核心驱动力。我们对 A 股中长期趋势保持乐观，如短期调整将是中期投资的较好加仓机会。

建议在做好风险防控的基础上关注优质公司。板块配置方面，继续关注广义顺周期板块：低估值上游、大金融（银行保险）和可选消费。

## 3.2 黄金市场分析：美国出台财政刺激预期升温导致美元走软，金价大幅反弹

周五，伦敦现货黄金价格较上一交易日上涨 10.65 美元，或 0.58%，收报于 1843 美元/盎司，全周累计涨幅 3.58%；美国 COMEX 黄金期货结算价下跌 1.1 美元，或-0.06%，收报于 1840 元/盎司，但全周累计涨幅 3.26%。

**图 10：金价超跌反弹（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*

**过去的一周，美国出台经济刺激措施的希望升温，令美元大幅走软，金价探底回升。**本周美国参众两院发起基于 9080 亿美元的一项经济刺激提案，提案涉及州和地方通过 PPP 计划支持小型企业的薪酬保护计划，包含向航空公司、公交公司和其它公交系统等。该提案获得了越来越多共和党和民主党人的支持。此前一直反对大规模指出的共和党也对这项提案表现出兴趣，使得年底前通过的可能性大大上升。受此消息影响，美元指数大幅下跌，最低触及 90.47，为 2018 年 4 月以来新低，收报 90.80，周线跌幅约 1.08%，为连续第三周下跌，美元大幅贬值使得金价强劲反弹。

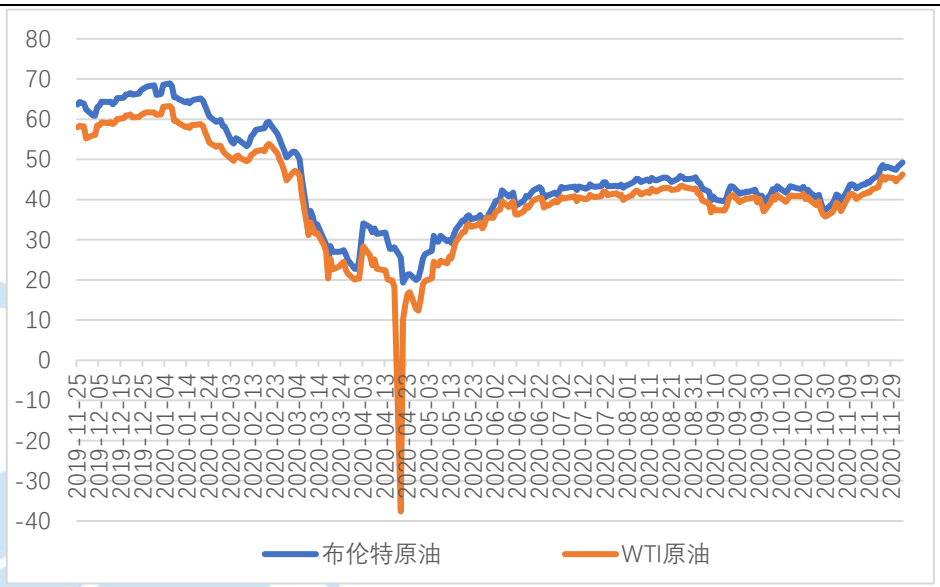
**短期内金价可能在 1750-1800 美元附近得到强劲支撑，但随着疫苗利好消息不断释出，英国脱欧谈判接近结束，美联储或暂缓货币刺激措施，金价仍存在下行风险。**近期市场有消息称，中国疫苗将迎来重大进展公布，因疫情带来的不确定性进一步消除；下周欧洲央行将于周四召开会议，将围绕欧洲重要市场展开，其中包括欧洲央行会议（普遍预期扩大量化宽松）和欧盟峰会，这将标志着复苏基金和英国退欧谈判

的结束；在经济复苏加快、通胀率窜高以及美元大幅贬值的背景下，市场预期美联储可能推迟新的刺激政策，以上均对金价不利。

### 3.3 原油市场分析：OPEC+努力维持限产、美国刺激计划乐观进展以及疫苗积极消息，推动油价继续上涨

过去一周，国际油价呈现震荡冲高的走势，国际基准布伦特原油最高触及 49.92 美元/桶，美国基准 WTI 原油最高触及 46.68 美元/桶，均为 3 月 6 日以来新高。周五，布伦特原油期货合约结算价较上一交易日上涨 0.54 美元，或 1.11%，收报于每桶 49.25 美元，全周累计涨幅 2.22%；美油期货合约结算价上涨 0.62 美元，或 1.36%，收报于每桶 46.26 美元，全周累计涨幅 1.6%。两油均录得周线五连阳。

图 11：本周油价继续上涨（美元/桶）




*资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部*

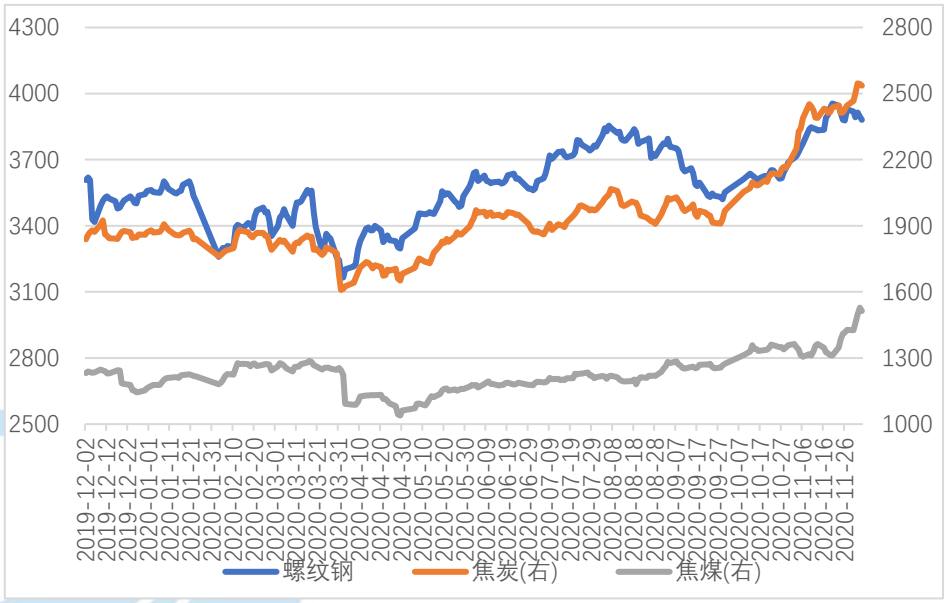
**OPEC+努力维持限产措施，对美国刺激计划的乐观进展以及疫苗的积极消息，推动油价继续上涨。**OPEC+本周达成了放松明年减产力度的协议，计划将于明年 1 月增产 50 万桶/日，且各国石油部长将每月举行一次磋商，以决定后续政策，市场对此反应积极，因为 50 万桶/日新增供应对供需格局影响不大。另一个支撑油价的因素是参众两院共同提交一项 9080 亿美元的疫情援助方案，该提案正在美国议会加快推进，代表全美企业的美国商会对提案表示欢迎，美国总统特朗普的一些最有力支持者也对提案表示欢迎。此外，在刺激政策预期升温的背景下，疫苗方面也屡次传出积极消息，俄罗斯开始大范围接种新冠疫苗，英国也批准辉瑞疫苗，提升了市场信心，美国股市多次创新高，也提振原油需求前景，给油价提供支撑。

**在美国刺激计划和新冠疫苗出现进一步利好消息前，油价短线面临一定的回调风险，也可能是高位震荡整理，但如果刺激计划和疫苗出现新的进展，布油有望顶破每桶 50 美元整数关口，并启动新一轮涨势。**不过油价升高的同时，美国原油钻机数据自 8 月触及历史低点后持续增加。美国油服公司贝克休斯最新公布的数据显示，截至 12 月 4 日当周，美国石油钻井总数增加 5 至 246 座，创下自 5 月中旬以来石油钻井平台数量新高。本周出炉的 EIA 数据也显示，美国原油产量增加了 10 万桶至 1110 万桶/日，为连续第三周增加。加上海外新冠疫情仍在持续恶化，本周出炉的美国经济数据仍不乐观，油价短线上涨动能可能不足，需要提防回调风险。

### 3.4 黑色产业链分析：需求旺盛下螺纹钢价格高位震荡，去产能和海关政策收紧继续支撑双焦大涨

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周同期每吨下降 47 元，收报于 3881 元/吨，跌幅 1.2%；焦炭价格每吨上涨 90.5 元，收报于 2536 元/吨，涨幅 3.66%；焦煤价格每吨大涨 85.5 元，收报于 1413 元/吨，涨幅 5.99%。

图 12：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*

**螺纹钢需求有所分化，但下游行业需求仍保持旺盛，钢价高位震荡。**供给方面，螺纹钢产量保持稳定，本周产量 359.86 万吨，与上周的 360.09 万吨基本持平。需求方面，下游汽车、家电等制造行业订单充裕，需求整体旺盛，同时螺纹钢社库去化速度仍快于去年同期水平，本周环比下降 23.93 万吨，厂库则大幅积累，本周环比增加 16.05 万吨，综合看总库存的去化速度明显放缓，但表观需求与去年同期相比仍略高，短期看需求仍有韧性。此外，今年以来原材料端的铁矿石和动力煤价格持续上涨，当前处于较高水平，导致铁水成本持续抬升，也是螺纹钢价格高位震荡的一个主要原因。

**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，价格连续大涨。**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，美元指数继续下跌，短期看，人民币波动率将不断扩大，弱美元等因素也将支撑人民币对美元继续升值。

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.5507，较上周下降 0.38%。即期汇率报 6.5302，较上周下降 0.79%。

本周，美元指数继续下跌，已跌至近两年来的最低点，距离跌破 90 关口仅一步之遥。而短期内，美元指数走强的概率并不高。在美国经济数据表现仅是差强人意，又叠加了 OECD 下调增长预期的局面之后，投资者开始再度探讨美国经济表现落后于欧系经济体的可能性，这将给美元汇价带来更多的下行压力。季节性因素显示，美元在 12 月份料将进一步承压。以以往的季节性汇市模式来看，美元指数在每年的 12 月份都倾向于下行，此后在年初出现反弹。造成这一走势的原因在于美国企业在年底之际为了避税目的，会将利润资金汇往海外分公司，此后在年关过后再汇回本土，而今年这一趋势仍将延续。

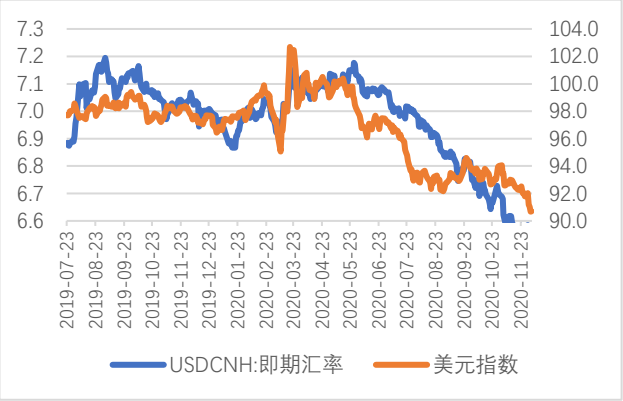
本周，人民币对美元汇率上涨，主要源于三个方面的因素共同推动：一是美元指数不断下跌。尽管疫苗研发频传利好消息，但今年四季度到明年一季度美国经济复苏依然面临严峻考验，12 月美联储货币政策加码宽松的市场预期升温，推动美元指数一度跌破 92 水平。二是中美利差走阔至历史高位。受国内信用债兑付违约风险的影响，我国长期国债、金融债收益率趋于上行。相比之下，市场普遍预期美联储将采取行动压制长期美债收益率，致使 10 年期美债收益率回落，中美利差显著扩大，推动人民币兑美元汇率升值。三是外部环境趋于缓和，美国大选落定，《区域全面经济伙伴关系协定》达成，进一步助长了人民币汇率上涨的势头。短期看，人民币波动率将不断扩大，弱美元等因素也将支撑人民币对美元继续升值。

**图 13：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 14：美元指数走跌**




*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，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 | 全球经济复苏进程延续，市场对顺周期板块业绩回暖逐步达成共识，中短期预计顺周期板块行情将延续，关注顺周期、可选消费、细分科技成长龙头、“十四五”主题。 |
| 商品 | 黑色产业链 | 标配 | 全球需求扩张，国内工业品库存周期将迎来主动补库存，目前 PMI 库存分项指数和分行业产成品存货增速已有所体现。货物出口、涨价预期及主动加库存将是国内工业品价格的支撑因素。 |
| | 原油 | 标配 | OPEC+努力维持限产措施，对美国刺激计划的乐观进展以及疫苗的积极消息，推动油价继续上涨。在美国刺激计划和新冠疫苗出现进一步利好消息前，油价短线面临一定的回调风险，也可能是高位震荡整理，但如果刺激计划和疫苗出现新的进展，布油有望顶破每桶 50 美元整数关口，并启动新一轮涨势。 |
| | 黄金 | 低配 | 近期来看，ETF 持仓近两个月从高位回落以及全球复苏预期增强等因素，对黄金价格形成一定压力。预计 12 月份，黄金价格继续偏弱运行。稍长周期来看，疫情给经济带来极大不确定性，全球央行货币政策将继续保持宽松，这些因素对金价有支撑。在当前偏弱的经济环境下，黄金依然具备配置价值。总体看，黄金短线继续偏弱，以配置思路对待黄金，将投资组合 10%-15%放在黄金。 |

*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。