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:不确定性逐一落地，经济稳步复苏，权益市场慢牛可期（2020.11.02-2020.11.06）

金融市场分析周报　　2020 年 11 月 9 日

摘要

- **进出口贸易：外需改善持续拉动中国出口超预期增长，进口增长有所回落但仍保持快速增长。**中国进出口状况持续改善，在海外经济继续复苏下，部分劳动密集型、机电等商品出口拉动出口超预期增长，进口增速则有所下降。此前因疫情因素主要支撑中国出口增长的防疫物资和电子产品等出口延续下降趋势，但圣诞季临近、年末购物旺季的到来，叠加海外疫情阻碍当地工业生产，部分订单转移到中国，使得劳动密集型和机电产品出口出现加速。随着欧美疫情大幅反弹，不排除疫情将对未来进出口产生不利冲击。

- **资金面及央行公开市场操作：本周资金面先松后紧，下周资金面预计呈现紧均衡态势，资金利率仍然会贴近政策利率波动。**本周，央行公开市场净投放 5900 亿元，资金面先松后紧，前四个工作日整体宽松，周五资金面转向偏紧，隔夜回购加权利率大涨逾 40 个 bp，七天加权价格亦反弹近 20 个 bp。下周资金面预计呈现紧均衡态势。本周 MLF 到期后，央行将于 11 月 16 日对本月到期的中期借贷便利（MLF）一次性续做，中间产生一周的时间差，随着逆回购不断到期，下周资金面呈现紧平衡的概率较大，资金利率仍然会贴近政策利率波动。

- **利率债：货币政策仍将维持中性，经济动能持续回升，四季度利率债供给减少，年内债市仍将以震荡为主。**鉴于本周央行副行长在国务院例行吹风会上的表态，货币政策预计仍然维持中性，资金利率大概率仍在政策利率附近波动，但需要警惕年末资金面波动加大的可能性。经济基本面方面，修复趋势延续，不过预期调整后对债券市场的影响将钝化，利率大幅上行的概率也不大。四季度对债市唯一较为有利的因素是债券供给压力将有所缓解。四季度利率存在交易性机会，但难言趋势性下行，负债稳定，且能承受波动的账户可以适当提前布局明年行情。

- **可转债：转债市场随权益市场震荡上涨，“爆炒”行情降温，建议关注顺周期、“十四五”主题、大金融、成长科技品种。**本周权益市场震荡上涨，可转债市场随之上涨，万里转债因强制赎回跌幅最大，蓝盾转债因深市临停新规出台、炒作资金撤离，跌幅其次，其他高溢价转债也在跌幅榜之列，可转债炒作之风逐步降温。近期国内外多空因素交织，权益市场弱震荡的逻辑仍在延续，但短期向下的空间可能已经有限，建议转债投资者兼顾正股质地和转债定价，关注顺周期、“十四五”主题、大金融、成长科技品种。

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：本周市场如期自 3200-3450 点箱体下沿开启反弹，量能温和放大配合，市场中期有望以震荡慢牛形式演绎。**板块及个股表现继续分化，各行业优质公司持续获得市场资金追捧。影响市场中期方向的两大重磅事件基本明朗：十九届五中全会指明了我国 2035 年远景目标和十四五规划方向，政策红利释放；美股大选建制派拜登当选有利于缓和紧张的中美贸易关系，美国新一轮疫情救助法案有望加快出台，提振全球风险偏好。短期不利因素有：A 股结构性估值差异下部分板块和个股压力较大，年底流动性或有波动。综合影响下，市场中期有望以震荡慢牛形式演绎：方向向上，但过程中震荡难免。建议自下而上深挖优质公司、精选个股，中线投资；继续关注两大主线：一是经济复苏主线，低估值金融、周期等行业龙头；二是核心科技成长主线，回调后的 5G、人工智能、半导体等科技龙头。

- **黄金：美国更大规模财政刺激可能在未来推出，主要央行维持较宽松政策，推动金价上涨。**美国大选民主党候选人拜登获胜，以及全球主要央行最新决议维持较宽松货币政策，支撑中长期金价上涨，但近期参议院的控制权意外变化导致通胀预期下滑，对黄金构成压制。

- **原油：OPEC+讨论延长减产期限和拜登可能胜选刺激油价大幅反弹，但疫情恶化限制油价涨幅。**本周国际油呈现出先上升后下降的倒 U 型走势。OPEC+正考虑加大减产力度和延后明年初的增产计划、国际原油库存超预期大幅减少等为油价提供上涨动力，但欧美新冠疫情继续恶化，单日新增病例接连创下新高，令油价仍然承压。短期内，疫情发展以及三大能源机构市场报告将左右油价的走势，预计油价将震荡上行，大幅下跌的可能性不大。

- **黑色产业链：赶工需求持续拉动黑色系价格上涨，焦炭因去产能政策而暴涨。**尽管焦煤价格下跌，但螺纹钢上涨超 2%，焦炭暴涨近 10%，主因是一些地区停产进行高炉检修，或者去产能政策实施，导致供给紧张，同时预期冷冬来临前基建和房地产项目出现赶工需求，从而推动黑色商品价格连续上涨。短期内，黑色系产品基本面良好，市场或继续维持相对偏强表现，但鉴于螺纹钢表消、库存去化等增幅数据已开始减缓，应警惕价格冲高后的回落。

- **人民币汇率：受美元指数大跌影响，人民币兑美元汇率中间价上涨，未来人民币升值支持因素仍多。**人民币汇率还有一定升值空间。当前人民币升值，主要源于美元的相对贬值和人民币指数的上升，这与中国出口持续回升，国际收支顺差显著扩大，中国经济持续复苏，中美利差扩大有关。中长期看，当前参议院被共和党控制，大规模刺激政策大概率短期出不来，美债利率在往下走，中美利差可能进一步拉大，这些都表明人民币涨势可能延续，人民币汇率升值的支持因素仍多，因此，需要对人民币汇率走强做好政策预备，增加波动弹性而非加重单边预期应是政策的重中之重。

风险提示：货币政策超预期收紧 年末资金面波动加大

目录

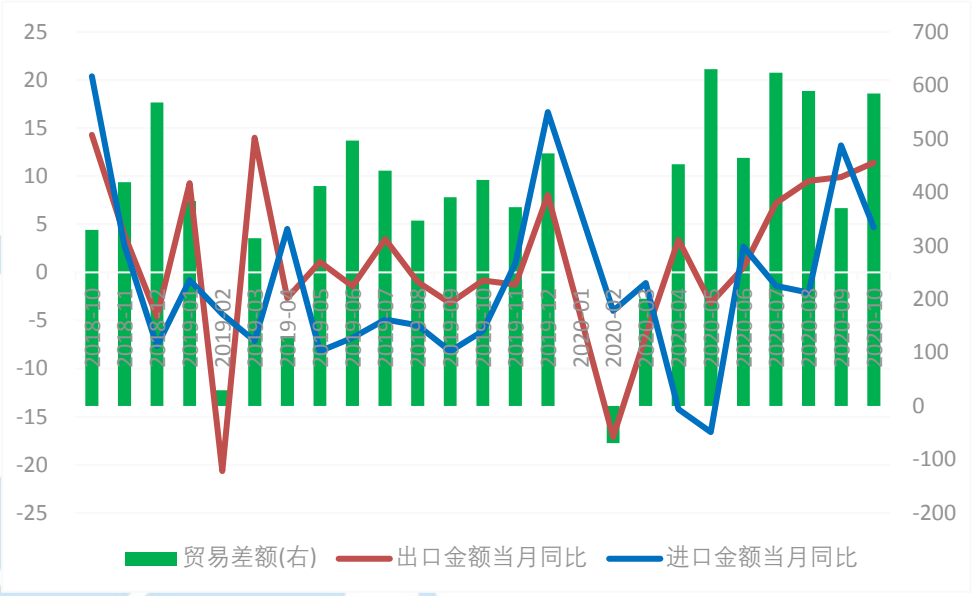
一、 本周重点经济数据分析.....4
1.1 进出口数据.....4
1.2 每周要闻.....5
二、 固定收益市场分析.....5
2.1 资金面分析.....5
2.2 利率债走势分析.....7
2.3 存单与信用债分析.....8
2.4 可转债分析.....9
三、 主要资产价格分析.....10
3.1 权益市场分析.....11
3.2 黄金市场分析.....13
3.3 原油市场分析.....13
3.4 黑色产业链分析.....14
3.5 人民币兑美元汇率分析.....15

一、 本周重点经济数据分析

1.1 外需改善持续拉动中国出口超预期增长，进口增长有所回落但仍保持快速增长

海外经济继续复苏下，部分劳动密集型产品、机电产品等出口拉动出口超预期增长，进口增速有所下降。海关总署 11 月 7 日发布的数据显示，以美元计，10 月中国出口保持强劲，同比增长 11.4%，较 9 月上升 2.5 个百分点，并创下 2019 年 3 月以来最高；进口同比增长 4.7%，较 9 月大幅回落 8.5 个百分点；实现贸易顺差 584.4 亿美元，远高于 9 月的 214.4 亿美元。出口数据远超市场预期，进口则略低于预期。此前统计局公布的 10 月制造业 PMI 数据中新出口订单和进口指数分别升至 51.0 和 50.8，连续两个月位于扩张区间，也表明进出口状况正在持续改善。

图 1：10 月出口同比继续保持高增速，进口有所下降（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

出口商品结构出现变化，劳动密集型和机电产品出口大幅增加支撑了出口的快速增长。此前因疫情主要支撑中国出口增长的防疫物资和电子产品等出口延续下降趋势，10 月包括口罩在内的纺织品出口同比增速回落近 20 个百分点至 14.9%；医疗仪器及器械同比增长 30%，增速下降 0.9 个百分点。不过两者出口增速仍高于总体增速，且随着海外疫情二次爆发，出口有望反弹增长。随着圣诞季临近、年末购物旺季到来，叠加海外疫情影响当地工业生产，部分订单转移到中国，劳动密集型和机电产品出口出现加速，10 月玩具出口增速大幅提高近 15 个百分点至 22.4%，机电产品出口增速也稳步提高，提高至 12.9%，较 9 月提高 1 个百分点，这或许与苹果手机新品发布推迟发布有关，对手机及其配件出口产生提振。

除东南亚外，中国对多数主要贸易伙伴国的出口均有改善。由于中国主要贸易伙伴的经济生产持续向好，美日欧制造业 PMI 近几个月均保持在 50 以上，从而带动中国出口需求增长。对美国出口增速继续攀升 2 个百分点，达到 22.5%；对日本出口增速由负转正，达到 5.7%，较 9 月大幅提高 8.4 个百分点；对欧盟出口降幅继续收窄 0.7 个百分点至 7.1%。但对东盟出口增速则放缓 7.1 个百分点至 7.3%。

主要商品进口方面，中国原油进口量在连续五个月快速增长后，10 月同比下降 6.5%，进口额因价格下跌同比下降 36%，降幅较 9 月扩大 22 个百分点；由于国内基建项目加速，铁矿砂进口增量价齐增，进口量同比增长 15%，进口额同比增长 46.7%。

1.2 每周要闻

1、中央关于制定“十四五”规划和二〇三五年远景目标的建议发布

新华社 11 月 3 日受权发布《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》。10 月 29 日闭幕的党的十九届五中全会审议通过了这一《建议》。《建议》按照党的十九大对实现第二个百年奋斗目标作出的分两个阶段推进的战略安排，综合考虑未来一个时期国内外发展趋势和我国发展条件，紧紧抓住我国社会主要矛盾，深入贯彻新发展理念，对“十四五”时期我国发展作出系统谋划和战略部署。《建议》同时提出了到二〇三五年基本实现社会主义现代化远景目标。

2、美国大选靴子落地，拜登当选总统

据美联社当地时间 11 月 7 日报道，美国民主党总统候选人拜登在 2020 年美国总统大选中赢下宾夕法尼亚州和内华达州，获得 290 张选举人票，超过胜选所需 270 张选举人票，赢得 2020 年总统大选。随后拜登推特修改认证为：美国当选总统。美国东部时间 11 月 7 日晚 8 时（北京时间 11 月 8 日 9 时）许，拜登和哈里斯在特拉华州威尔明顿向全国发表讲话。据美国有线电视新闻网（CNN）报道，哈里斯以当选副总统身份首先发表胜选演说，随后拜登以当选总统身份登场发表讲话。

3、蚂蚁金服暂缓上市

11 月 3 日，上海证券交易所发布决定，暂缓蚂蚁集团在上交所科创板上市。同日，蚂蚁集团宣布暂缓在港交所上市。证监会表示，蚂蚁集团暂缓科创板上市是上交所依法依规做出的决定。金融监管部门的监管约谈和近期金融科技监管环境的变化，可能对蚂蚁集团业务结构和盈利模式产生重大影响，属于上市前发生的重大事项。本着保护投资者合法权益，充分透明准确披露信息，切实维护市场公平公正的原则，上交所依据科创板注册管理办法相关规定作出了暂缓蚂蚁集团上市的决定。中国证监会支持上海证券交易所依法依规做出的决定，同时，与香港证监会和一些境外主要市场的证券监管机构保持沟通协作，共同稳妥做好后续工作。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：本周资金面先松后紧，下周资金面预计呈现紧均衡态势，资金利率仍然会贴近政策利率波动

1）央行的公开市场操作：央行公开市场净投放 5900 亿元

本周央行共进行 3200 亿元逆回购操作，同期有 5100 亿元央行逆回购和 4000 亿元 MLF 到期，因此全口径公开市场操作实现净回笼 5900 亿元。下周（11 月 7 日至 11 月 13 日）央行公开市场有 3200 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 500 亿元、1200 亿元、1200 亿元、300 亿元、0 元，无正回购和央票等到期。

表 1：本周公开市场操作（亿元）

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	-500	-1000	-1200	-1400	-1000
7 天	500	1200	1200	300	0
14 天	0	0	0	0	0
TMLF（投放）366D	0	0	0	0	0
MLF（回笼）366D	0	0	0	-4000	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	0	200	0	-5100	-1000

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）资金面的复盘：本周资金面先松后紧

本周，资金面先松后紧，前四个工作日整体宽松，周五资金面转向偏紧，隔夜回购加权利率大涨逾 40 个 bp,七天加权价格亦反弹近 20 个 bp。主要因货币政策中性态度未变，央行短期流动性调控仍会坚持“削峰填谷”，过于宽松的资金面必然难以维系。随着供需重归平衡，回购利率亦回到波动中枢附近震荡。

表 2：本周货币市场利率（%）

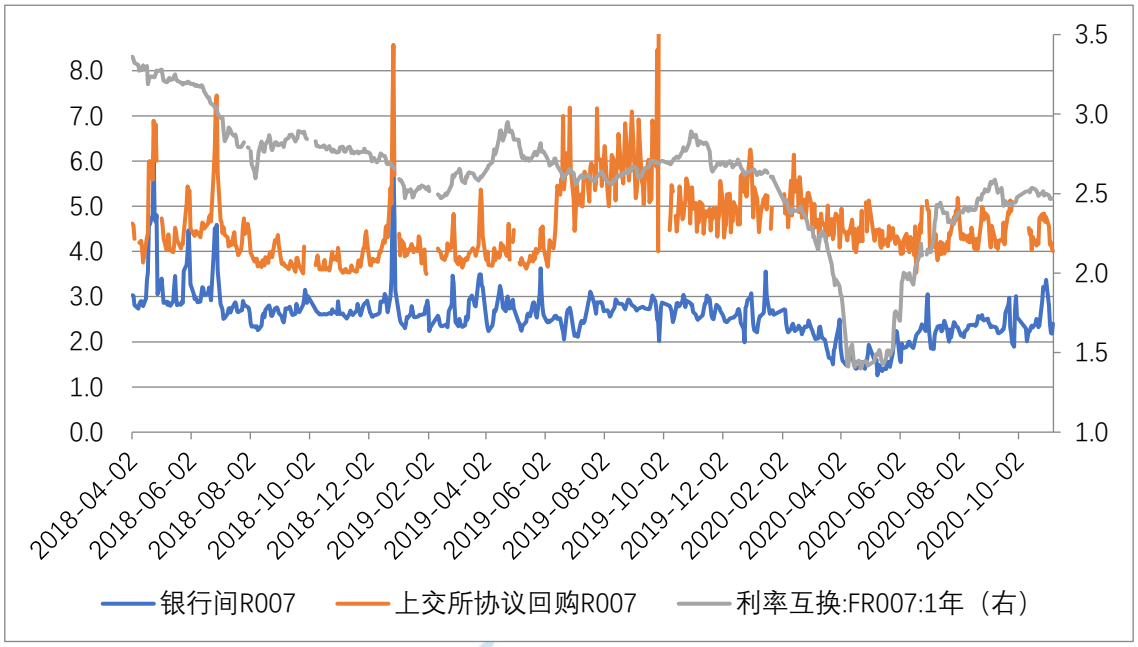
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	2.4080	1.8857	1.4752	1.4429	1.8764
	R007	2.7996	2.3984	2.2040	2.1776	2.4022
	R014	2.8390	2.5364	2.3714	2.3116	2.5671
	R021	2.4719	2.5105	2.3984	2.3296	2.4253
	R1M	2.5905	2.4146	2.4440	2.6165	2.6647
上交所协议回购	206001	4.2820	4.5550	4.5940	5.5370	6.6090
	206007	4.1620	4.1510	4.5250	5.6220	6.1320
	206014	3.8210	4.1980	4.7370	6.6400	5.8620
	206021	3.9770	4.0670	4.5590	6.1400	6.9540
	206030	4.0000	4.0100	4.6450	4.7780	5.9340
利率互换定盘：1Y	FR007	2.4888	2.4671	2.4674	2.4622	2.4623

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

3）资金面的展望： 下周资金面预计呈现紧均衡态势,资金利率仍然会贴近政策利率波动

下周资金面预计呈现紧均衡态势。本周 MLF 到期后，人民银行将于 11 月 16 日对本月到期的中期借贷便利（MLF）一次性续做，中间产生一周的时间差，随着逆回购不断到期，下周资金面呈现紧平衡的概率较大。另外，在资金面流动性宽松预期较强的背景下，公开市场操作或更为克制，资金利率下行空间较难打开，预计资金利率仍然会贴近政策利率波动。

图 2：本周资金面先松后紧（%）



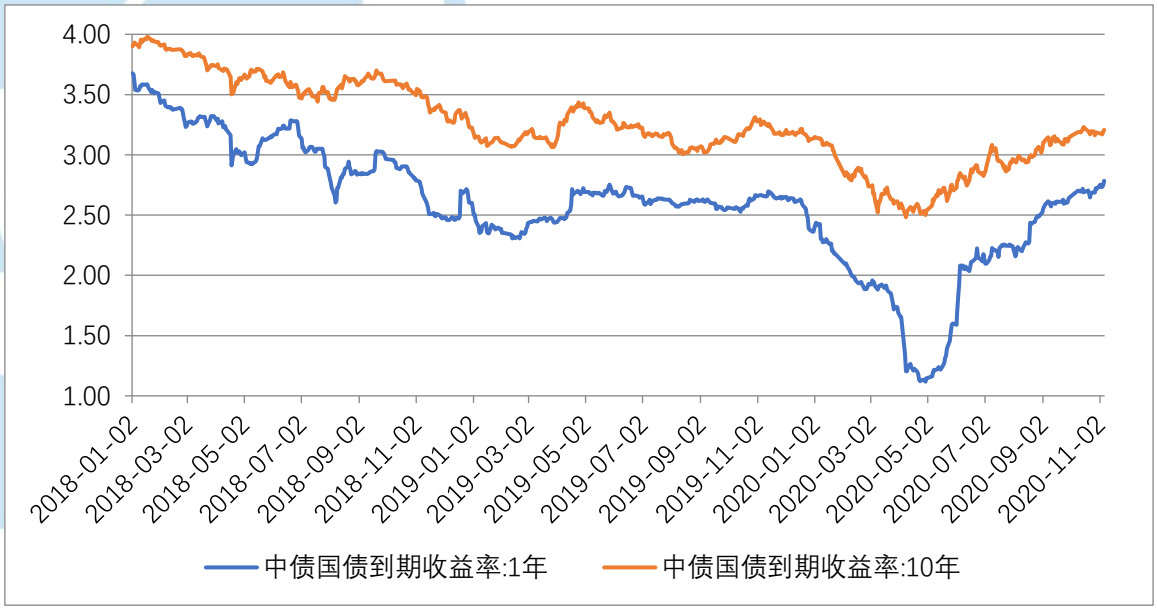
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析：央行副行长近期的表态表明货币政策中性，长端利率债预计年内维持震荡

1）利率债走势复盘：资金面先松后紧，债券市场震荡调整

本周，各期限国债期货价格均下降。5 年期国债期货主力合约 TF2009 价格为 99.6600，较上周下降 0.18%。10 年期国债期货主力合约 T2009 价格 98.0650，较上周下降 0.02%。2 年期国债期货主力合约 TS2009 价格为 100.1550，较上周下降 0.10%。

图 3：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

本周，资金面先松后紧，美国大选进入投票阶段，市场跟随选情波动，债券市场震荡调整。本周周初跨月之后，资金全面宽松，隔夜利率最低降至 1.5%，周二在资金面宽松的情况下，央行仍然全额对冲了到期的 1000 亿 OMO，净投放 200 亿，但是却没能够带动债市多头的情绪，周三美国大选选情出现波动，此前在民调一直领先的拜登，在几个关键州选票被川普反超，美债收益率大幅下行，带动国内长债收益率快速下行。然而股市在本周的反转上行，周四开始资金面转紧，周五央行副行长刘国强在国务院政策例行吹风会上表示：资金要去实体经济，不要去玩“钱生钱”的游戏，货币政策中性偏紧的意味较浓，这些因素再度给债市带来压力，周四周五两日，长债收益率持续上行。全周，10 年国债活跃券 200006 上行 2.25BP 至 3.1975%，10 年国开债活跃券 200210 上行 0.035BP 至 3.7235%。

2）利率债展望：经济动能持续回升，11 月利率债供给减少，债市仍将以震荡为主

从债券供给方面看，11 月主要利率债供给相对于 10 月进一步减少。主要原因在于 11 月所受到 6-7 月抗疫特别国债的发行所导致的一般国债和地方债的发行节奏整体推后的影响已基本消退，且根据财政部通知，地方专项债已全部发行完毕，因此预测 11 月主要利率债供给将进一步减少，利率债发行量预计在 1.3 万亿元左右。

从经济基本面看，经济动能回升态势仍在延续。10 月制造业 PMI 和出口再度超预期，11 月初，工业和投资高频数据相对较好。10 月经济数据陆续公布，最先公布的进出口数据显示出口仍有较强的韧性，海外产业链的的恢复尚需时日，我国出口仍会有较好支撑。进口虽低于预期，但增速依旧较高，同时大宗商品进口仍在改善，需求并没有弱化。从 11 月高频数据也可看出，需求方面，钢材提价去库，30 大中城市商品日均销售面积同比涨幅继 9-10 月回落之后再次扩大，水泥价格延续涨势；生产方面，11 月浙电集团耗煤量趋稳，唐山钢厂高炉开工率回升，产能利用率提升。下周将公布 10 月其他经济数据，基本面或仍难对债市形成利好。

鉴于本周央行副行长在国务院例行吹风会上的表态，货币政策预计仍然维持中性，资金利率大概率仍在政策利率附近波动，但需要警惕年末资金面波动加大的可能性。经济基本面方面，修复趋势延续，不过预期调整后对债券市场的影响将钝化，利率大幅上行的概率也不大。四季度对债市唯一较为有利的因素是债券供给压力将有所缓解。四季度利率存在交易性机会，但难言趋势性下行，负债稳定，且能承受波动的账户可以适当提前布局明年行情。

2.3 存单与信用债分析：信用债各等级及各期限收益率涨跌不一

1）一级市场发行：一级存单发行利率均下降，信用债发行量较上周下降

本周同业存单发行量较上周下降，本周存单发行量约 6,051.70 亿元，较上周发行量下降 11.66%。本周存单到期量为 3,443.40 亿元，较上周到期量下降 22.07%。

各期限存单收益率均下降，1M 存单收益率较上周下降 32.36bp，3M 期存单收益率较上周下降 1.49bp，6M 期存单收益率较上周下降 1.58bp，9M 期存单收益率较上周下降 1.42bp。

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 2,487.32 亿元，较上周环比下降 53.10%。

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涨跌不一

信用债二级市场方面，信用债各等级及各期限收益率涨跌不一，AAA 级 1 年期、AAA 级 3 年期、AAA 级 5 年期较上周分别上涨 1.69bp、下跌 2.15bp、下跌 3.69bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别上涨 1.67bp、下降 2.15p、下降 3.70bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别上涨 1.67bp、下降 3.15bp、下降 2.58bp。

表 3：信用债各期限收益率水平（%）

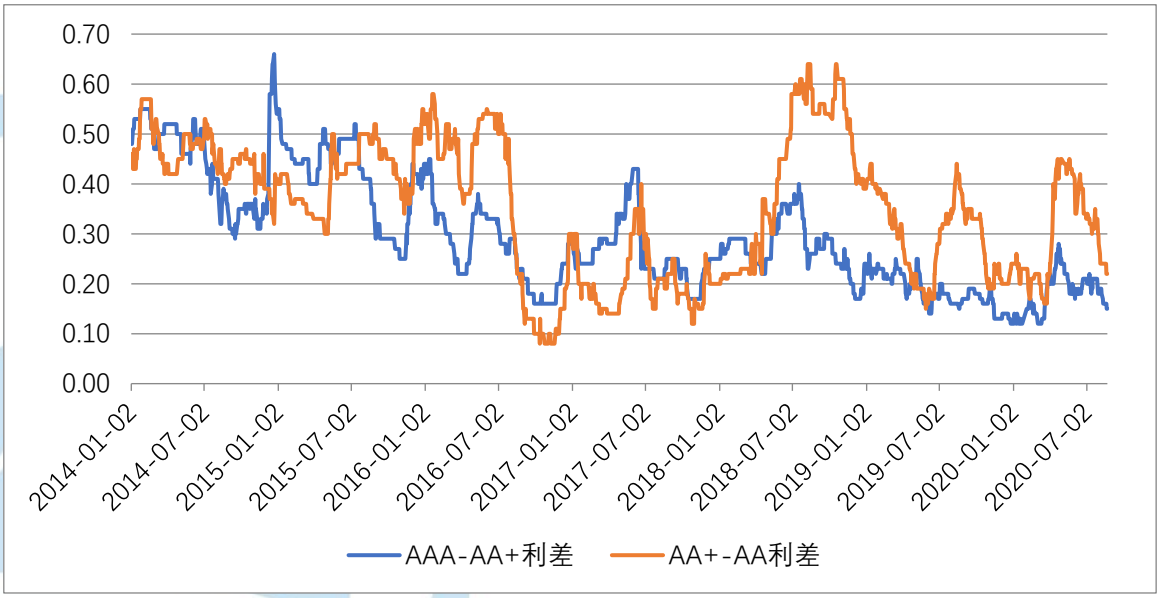
信用债种类	当前利率（%）	2013 年以来分位数（%）	较上周变动（BP）
信用债(AAA)：1 年	3.262	36.20%	1.69

信用债(AAA):3年	3.6387	29.80%	-2.15
信用债(AAA):5年	3.946	31.10%	-3.69
信用债(AA+):1年	3.402	30.60%	1.67
信用债(AA+):3年	3.788	27.50%	-2.15
信用债(AA+):5年	4.136	26.70%	-3.70
信用债(AA):1年	3.522	23.60%	1.67
信用债(AA):3年	3.978	20.40%	-3.15
信用债(AA):5年	4.496	21.50%	-2.58

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，中低评级信用利差小幅收窄，AAA与AA+信用利差较前周无变化，AA+和AA之间的利差较前周收窄1bp至19bp。

图 4：中低评级信用利差小幅收窄（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

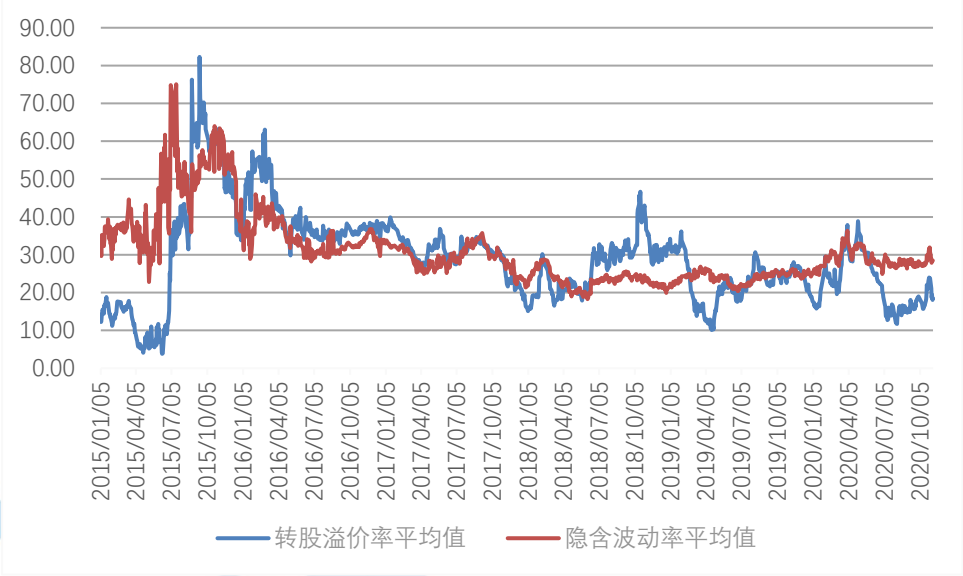
2.4 可转债分析：转债市场随权益市场震荡上涨，“爆炒”行情降温，建议关注顺周期、“十四五”主题、大金融、成长科技品种

1）可转债的走势复盘：权益市场震荡上涨，可转债市场随权益市场上涨，“爆炒”行情降温

本周权益市场震荡上涨，上证指数本周收于3312.16上涨2.72%，深证成指本周上涨4.55%，创业板指本周上涨2.91%，中小板指本周上涨4.05%。可转债市场随权益市场上涨，本周上证转债上涨0.61%至326.91，深证转债上涨0.18%至264.57，中证转债上涨0.43%至367.43，其中，文灿转债、赣锋转债、先导转债、龙蟠转债、博特转债等领涨，万里转债、蓝盾转债、宝莱转债、银河转债、正元转债等领跌，万里转债因强制赎回跌幅最大，蓝盾转债因深市临停新规出台、炒作资金撤离，其跌幅其次，其他高溢价转债也在跌幅榜之列，可转债炒作之风逐步降温。一级方面，本周贝斯转债、华海转债、伟20转债、紫金转债、立讯转债、盈峰转债、洁美转债、冀东转债八只新券发行，鸿路转债、南航转债、弘信转债、金诺转债、鹏辉转债五只转债上市。

从近五年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，上周五收盘深交所发布的《关于完善可转换公司债券盘中临时停牌制度的通知》对投机资金抑制作用显著，转债市场明显降温，本周转股溢价率及隐含波动率震荡下跌。

图 5：近五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：权益市场弱震荡的逻辑仍在延续，兼顾正股质地和转债定价，关注顺周期、“十四五”主题、大金融、成长科技品种

近期国内外多空因素交织，权益市场弱震荡的逻辑仍在延续，但短期向下的空间可能已经有限。美国大选靴子落地，市场的风险偏好有望阶段性回升。目前国内经济改善仍在继续，但斜率有所放缓，从 10 月高频数据来看，商品房销售和拿地显著走弱，汽车销售上行，外需相关指标普遍改善，线螺采购和玻璃开工率回升反映基建需求或有加快。不确定渐次落地，空窗期渐入佳境。随着科创板 IPO 和美国大选两个事件陆续落地，预计市场会进入持续两个月的内外部扰动真空期，基本面持续改善将继续驱动增量资金入场，从而打破当前流动性的弱平衡格局，重启 A 股中期慢涨。操作上建议继续控制仓位并在波动中寻找布局中期及结构性机会。

内外仍面临着诸多的不确定性，不过市场波动处于高位，结构层面不乏机会。建议转债投资者重回主线，精简持仓标的，以正股为核心，从自上而下的视角，在波动中择机加注。市场的波动主要来自诸多不确定性的冲击，海外疫情、美国大选、科创板 IPO 等等事项形成了扰动的来源，随着时间的推移这些不确定性已经逐步的体现在了定价之中，短期的压制也有望逐步缓解。从逻辑上，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。

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：中期震荡慢牛可期，继续关注经济复苏和核心科技成长两大主线

1) 权益市场走势复盘——上证综指自箱体下沿如期反弹，量能温和放大配合

本周市场从低点起步，逐日震荡走高，上证综指最终报收于 3312 点全周涨 2.72%，收复 3300 点关口；同期深圳成指和创业板指分别上涨 4.55%和 2.91%。两市合计成交 4.07 万亿元，较上周温和放大（约一成）。市场如期从 11 月初关键节点启动反弹。

盘面上，板块及个股表现继续分化。板块方面，新能源汽车、有色、钢铁及航运等板块表现强势，金融、地产、电子等行业相对温和，而生物医药、医疗服务、及金融科技概念股受利空冲击短期回调较大。个股方面，各行业优质公司持续获得市场资金追捧，以其为指数成分股的沪深 300 指数周内稳健上扬，并逼近前期高点，而大量中小市值个股因公司基本面欠佳持续被遗弃，走势羸弱。整体上，市场自 3200-3450 点箱体下沿开启反弹行情，机会仍集中在头部公司。

图 6：上证综指自 3200-3450 点箱体下沿开启反弹行情



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周来看，美股集体大涨，道指本周累涨 6.87%，报 28323.4 点，纳指本周累涨 9.01%，报 11895.23 点，标普 500 指数本周累涨 7.32%，报 3509.44 点，三大股指均录得 4 月以来的最大周涨幅。

本周美股录得巨大涨幅。美国 10 月季调后非农就业人口录得增加 63.8 万人，前值修正后为增加 67.2 万，预期 60 万人。美国 10 月季调后非农就业人口小幅好于预期，连续第四个月增幅下滑，且为连续第二个月在 100 万人下方。10 月，休闲和酒店、零售贸易、建筑以及专业和商业服务领域的就业显著增加。整体来看，美国和全球流动性充裕、债券收益率触底的背景下，资金可能会持续流入股市和公司债。

图 7：美股三大股指均大涨



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——中期震荡慢牛可期 继续关注经济复苏和核心科技成长两大主线

展望后市，随着国内十九届五中全会和国外美国大选落定，影响市场中期方向的两大重磅事件基本明朗，中期而言震荡慢牛或可期。

其一，十九届五中全会指明了我国 2035 年远景目标和十四五规划方向。“十四五”规划的总纲要以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为根本动力，加快建设现代化经济体系，加快构建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，实现经济行稳致远、社会安定和谐，为全面建设社会主义现代化国家开好局、起好步。规划聚焦的重点产业，包括科技创新和自主可控（TMT+医药生物）、制造强国和现代化（高端制造业）、内需和消费、能源安全和绿色发展（新能源+环保）、国家安全和军队现代化（国防军工+信息安全+金融安全）、粮食安全和农业现代化（农业），将是证券投资的长期优质赛道。

其二，美国大选基本落地，建制派拜登当选利好国内中短期市场。走传统政治路线的拜登担任美国总统，中短期内有利于缓和中美间紧张的贸易关系，加大对新冠疫情的应对措施，管控新冠疫情失控风险，提升市场风险偏好。同时，大选落地之后，美国新一轮疫情救助法案有望加快出台，将提振美国及其他资本市场。不过，中长期而言拜登金融强监管和提倡加税的主张若实施将对资本市场不利。

此外，国内经济保持复苏态势也有利于提振投资者信心。10 月份官方制造业 PMI 51.4%，自 3 月份以来连续位于临界点以上，制造业总体持续回暖；非制造业商务活动指数为 56.2%，连续 8 个月高于临界点，非制造业复苏步伐有所加快；综合 PMI 产出指数为 55.3%，比上月上升 0.2 个百分点，我国企业生产经营活动继续加快恢复。

另一方面，中短期的不利因素有三点，需要适当注意。一是美国大选选举结果虽然已出，但是特朗普可能发起诉讼不承认大选结果，引发全球市场波动。二是当前 A 股结构性估值差异大，部分板块和个股的估值泡沫明显，在市场信心不足时将面临较大卖压，如前期涨幅过大而估值高企的生物医药板块成为了本周主要做空力量。当前较多次新股、垃圾股估值仍高企，中短期的调整压力较大。三是历史经验表明，年底流动性或有波动，会加大市场波动。

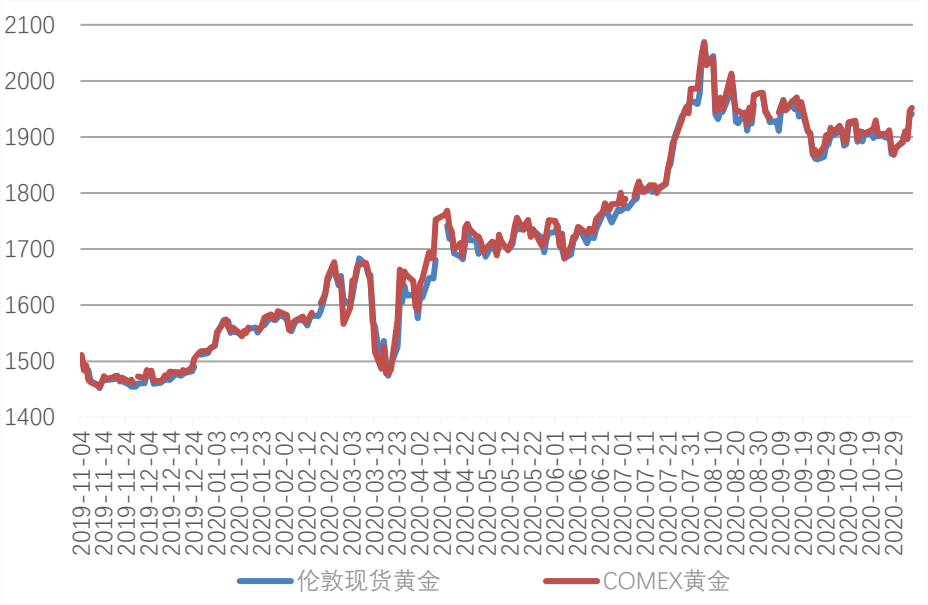
综合而言，市场有利因素占据中期主导，但仍存在一定不利因素存在。综合影响下，中期市场或以震荡慢牛的形式演绎：趋势向上，但过程中震荡难免，艰难中缓慢爬升。这种市场格局下，自下而上挖掘优质公司、精选个股，中线投资。

市场中期驱动因素未变，继续关注两大主线：一是经济持续复苏+估值提升的绩优价值主线，低估值的金融、周期等行业龙头；二是核心科技成长主线，回调后的 5G、人工智能、半导体等科技龙头公司。此外，基于行为金融考量（年底业绩排名），关注年底前基金重仓股机会。同时注意规避垃圾公司、估值过高的个股。

3.2 黄金市场分析：主要央行维持较宽松政策，推动金价上涨，但是续关注近期通胀预期下滑，进而压制金价

过去一周，黄金价格震荡走高，期间最高触及 1960.39 美元/盎司，到周五，伦敦现货黄金价格较上一交易日上涨 2.35 美元，或 0.12%，收报于 1940.8 美元/盎司，全周累计涨幅 3.13%；美国 COMEX 黄金期货结算价上涨 4.9 美元，或 0.25%，收报于 1951.7 美元/盎司，全周累计涨幅 3.82%。

图 8：金价本周上涨（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

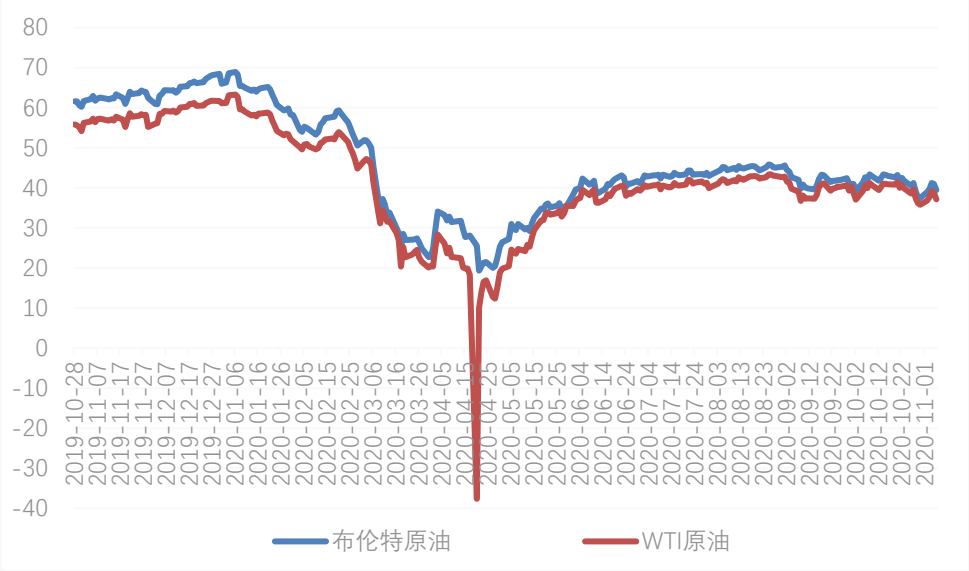
美国大选民主党候选人拜登获胜，以及全球主要央行最新决议维持较宽松货币政策，支撑中长期金价上涨，但短期通胀预期下滑压制金价。一方面，拜登主张的财政扩张大于特朗普，其上台可能推出更大规模的刺激计划，抬升通胀预期中枢。同时，澳洲联储周二决定降息至接近零的水平，并扩大购债规模，英国央行周四出台了新一轮刺激措施来帮助经济渡过二次疫情，同时美联储周五也决定宽松货币政策不变，以维持一定水平的货币通胀率，这显然会支撑投资者对黄金的需求。另一方面，近期参议院被共和党控制的概率不断加强，拜登的财政刺激方案无法短期推出导致通胀预期快速下滑，对黄金构成压制。

3.3 原油市场分析：OPEC+讨论延长减产期限和拜登胜选预计刺激油价大幅反弹，但疫情恶化限制油价涨幅

本周，国际油价（布伦特油价）呈现出先上升后下降的倒 U 型走势。上周油价因欧美疫情大幅反弹而出现暴跌后，本周初油价连续三天反弹，最高至每桶 41.23 美元，涨幅约 10%，但周四周五，油价冲高

回落。到周五，国际基准布伦特原油期货合约结算价较上一交易日下跌 1.48 美元，或-3.62%，收报于每桶 39.45 美元，但全周累计上涨 5.31%；美国基准 WTI 原油期货合约结算价下跌 1.65 美元，或-4.25%，收报于每桶 37.14 美元，全周累计上涨 3.77%。

图 9：本周油价先升后降呈倒 U 型（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+计划加大减产力度、原油库存大减等因素为油价提供上涨动力。因欧美疫情病例激增，同时利比亚近期迅速复产，沙特和俄罗斯正考虑延后原定于明年 1 月的增产计划以支撑油价，俄罗斯本周一讨论了将石油限产协议延长至 2021 年一季度之后，整个 OPEC+也有可能达成延长三个月的协议。美国石油协会（API）和美国能源信息署（EIA）原油库存双双大减，也支撑了油价上涨。API 周三公布的数据显示，截至 10 月 30 日的一周，原油库存减少 800 万桶，至约 4.87 亿桶，而市场预期为增加 89 万桶。因飓风泽塔迫使墨西哥湾地区的石油生产设施减产，当天美国 EIA 公布的数据也显示原油库存骤降了 800 万桶。

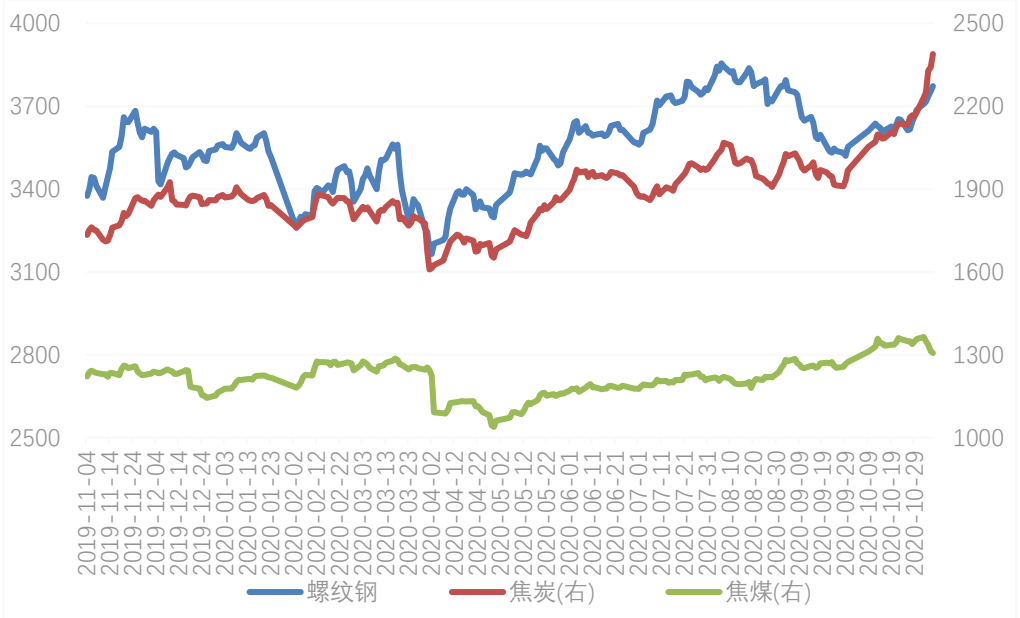
欧美新冠疫情继续恶化，新增病例连创下新高，令油价仍然承压。油价涨破 40 美元后回落，主要是因为全球新增病例数上升引发对需求低迷的担忧。意大利、法国、俄罗斯、美国单日新增病例数连续刷新过去的纪录，美国周五一天新增超过 12 万例，创新单日新增世界记录。病例激增凸显出各国政府在遏制疫情方面面临的挑战日益严峻，并有可能再次可能打击原油需求消费。

短期内，疫情发展以及三大能源机构市场报告将左右油价的走势，预计油价将震荡上涨。疫情是油价的一个负面因素，随着欧美加强疫情防控力度，预计欧美疫情将在短期内回落，而且油价对疫情的敏感度正慢慢弱化。美国大选也对油价产生影响，民主党候选人拜登赢得大选，市场普遍认为拜登当选将有利于油价上涨。EIA、IEA 和 OPEC 三大能源机构近期内都将公布原油市场月度报告，从每周公布的数据看，预计原油整体供需形势偏乐观，这将支持油价上涨。

3.4 黑色产业链分析：赶工需求持续拉动黑色系价格上涨，焦炭因去产能政策而暴涨

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周同期每吨上涨 86 元，收报于 3773 元/吨，全周累计涨幅约 2.33%；焦炭价格每吨大幅攀升 210.5 元，收报于 2388.5 元/吨，全周累计涨幅 9.66%；焦煤价格每吨下跌 51.5 元，收报于 1306 元/吨，全周累计下跌 3.79%。

图 10：螺纹钢、焦炭价格继续上涨，焦煤则继续下跌（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

供给收紧以及冬季来临前项目赶工需求增加，继续拉动螺纹钢价格上涨。供给方面，随着华北地区一些长流程钢铁企业对高炉进行年度检修而停产，本周钢材产量包括螺纹钢产量下降。需求方面，在今年可能出现冷冬预期下，下游一些基建和房地产项目出现加快赶工现象，对螺纹钢需求表现出较强韧性，螺纹钢表观消费量维持高位。整体看，螺纹钢供需格局短期向好，带动库存加速去化，同时现货价格也受到较强支撑，每日成交量较好，高库存对预期的压力有所缓解。从本周企业运行数据看，螺纹钢产量 359.35 万吨，较上周下降 5.87 万吨；总库存（厂库+社库）893.85 万吨，下降 87.65 万吨；合并计算，表观消费量 447 万吨，较上周增加 6.62 万吨。不过本周表现消费量增量较上周已大幅下降，随着冬季到来和供给近期将增加，支撑螺纹钢价格上涨的供需因素正在减弱，应谨警惕格冲高后回落。

陆续去产能政策对焦炭供给造成严重影响，导致其价格暴涨。目前焦炭第六轮提涨已全面落地，山西去产能陆续执行，部分在产焦炉关停，涉及产能 130 万吨，河南也要求年底前淘汰高达 1200 万吨 4.3 米焦炉，焦炭去产能的政策与执行，总体超出市场预期，而下游钢厂高炉开工率整体维持相对高位，焦炭短期需求仍强劲，受此影响，焦炭期价表现强劲，本周出现暴涨。焦炭整体看基本面良好，短期焦炭或维持相对偏强表现。但是焦煤却受进口煤政策预期将开放的影响而下跌，此前焦煤因进口海关政策收紧而上涨，不过焦煤供应下降短期难以改变，而下游高炉又维持高开工率，焦炭去产能对焦煤需求的减量，或由补库需求弥补，焦煤需求维持高位，价格或将继续上涨。

3.5 人民币兑美元汇率分析：受美元指数大跌影响，人民币兑美元汇率中间价上涨

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.6290，较上周上涨 1.40%。即期汇率报 6.6215，较上周上涨 1.17%。美元指数跌 0.28%报 92.3246，本周累跌 1.8%，创 3 月以来最大周跌幅。

本周美元指数创 3 月以来最大周跌幅，除美国大选形势逐渐明朗欧美股市大幅攀升降温市场的避险情绪，打压美元的避险买需是施压美元指数下挫的主要原因外，市场瞩目的美联储决议如期维稳，释放出了鸽派的信号也是施压美元指数下挫的重要因素。

人民币汇率还有一定升值空间，当前支持人民币升值的因素仍多。当前人民币升值，主要源于美元的相对贬值和人民币指数的上升，这与中国出口持续回升，国际收支顺差显著扩大，中国经济持续复苏，中

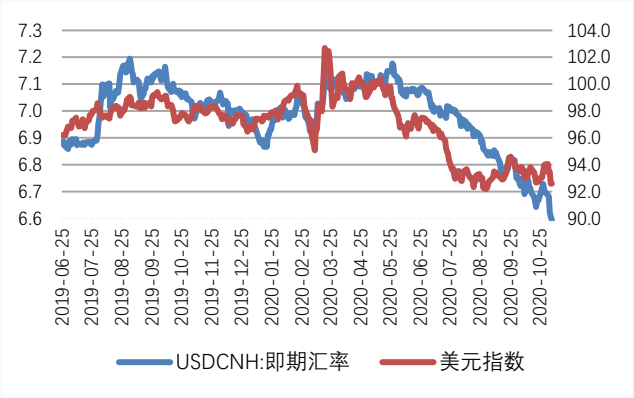
美利差扩大有关。中长期看，当前参议院被共和党控制，大规模刺激政策大概率短期出不来，美债利率在往下走，中美利差可能进一步拉大，这些都表明人民币涨势可能延续，人民币汇率升值的支持因素仍多，因此，需要对人民币汇率走强做好政策预备，增加波动弹性而非加重单边预期应是政策的重中之重。

图 11：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 12：美元指数创 3 月以来最大周跌幅



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。