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　符旸
证券执业证书号：S0640514070001
电话：010-59562469
邮箱：fuyyjs@avicsec.com

金融市场分析周报：（2020.10.12-2020.10.16）

金融市场分析周报　　2020 年 10 月 19 日

摘要

- **美国大选：美国大选临近并引起世界各国聚焦，民调显示拜登大幅领先，但结果仍存在不确定性。**随着美国大选只剩下不到三周的时间，美国两党选战开始进入白热化阶段，此次美国大选引起世界各国的广泛聚焦。拜登民调支持率持续大幅领先谋求连任的特朗普，最新民调显示拜登以 11 个百分点的优势领先，从特朗普剩余时间不多、对应对疫情不力引发不满情绪以及拜登经济政策赢得市场更大兴趣、破纪录筹款带来的财政优势等几个方面考虑后认为，拜登胜选的概率较高，特朗普“翻盘”的可能性不大。不过美国大选仍存在变数，特朗普仍有一定概率胜选，只是概率较小，并没有完全失去胜选的机会。但无论谁当选，中美之间在数十年里的竞争关系或将长期存在，中国未来经济发展将面临考验。

- **CPI、PPI 数据：猪肉价格涨幅大幅回落推动 9 月 CPI 重回“1”时代，年内或将保持温和增长状态。**9 月 CPI 同比增速较上月继续回落，基本符合市场预期，食品价格尤其是猪肉价格涨幅的大幅回落是推动 CPI 同比下降的主要原因。PPI 降幅环比小幅扩大，超出市场预期，主要因为生活资料价格同比由涨转跌，同时生产资料价格仍继续下跌。预计今年内 CPI 都将保持在 1-2%的温和水平内，这十分有利于当前稳健的货币政策的实施，也有利于中国经济继续向正常化的恢复。

- **进出口数据：随着国内外需求继续复苏，9 月中国进出口保持强劲增长。**疫情解封后海外经济继续复苏，防疫物资和居家办公电子产品出口保持较高水平增长，中国出口仍具有较强韧性。中国对美国和东盟出口快速增长，但对欧盟和日本出口下降。同时随着国内经济继续复苏，中国对原油、铁矿石等商品进口大幅增加，增速由负转正。强劲的贸易数据显示中国经济正在稳健复苏，预计下周公布的三季度经济增速将位于 5%-6%之间，表明中国经济已基本恢复到疫情前的增长趋势。

- **金融数据：9 月新增信贷创同期历史新高，社融规模保持高位，实体经济融资需求仍然保持强劲。**实体经济融资需求仍然保持强劲，9 月新增人民币贷款创下同期历史新高，新增社会融资规模也保持在历史较高水平。M2 和 M1 增速也高于市场预期。中长期贷款仍是支撑人民币信贷增加的主要因素。企业中长期贷款新增超万亿元，表明基建配套贷款、制造业中长期贷款等仍在快速释放。而新增社融规模较大的主要原因在于非标融资好于预期，企业部分融资需求由表内转向表外。在财政政策发力下，国内经济持续向好，短期内货币政策并没有放松的基础和背景支持，货币政策基调仍将维持相对中性。

- **资金面及央行公开市场操作：央行公开市场净投放 1900 亿元。本周资金面均衡偏宽松，短期资金价格先升后降，四季度在财政投放和央行维稳跨年流动性需求的背景下，流动性整体充裕程度通常高于前三个季度。**本周，资金面整体均衡偏宽松，本周在逆回购资金大规模到期的情况下，央行却连续三个交易日“按兵不动”意在引导市场利率围绕政策利率平稳运行，释放保持市场流动性合理充裕信号，因此短期资金价格隔夜与 7d 在前三个交易日小幅度上行，周五回落，中长期资金价格 14d 与 21d，因跨季需求，逐日上涨。关于 10 月资金面，从历史季节性规律看，四季度除 10 月是缴税大月，财政存款净回笼会给流动性带来一定抽水效应外，四季度在财政投放和央行维稳跨年流动性需求的背景下，流动性整体充裕程度通常高于前三个季度。

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

- **利率债：节后债市补跌，加之央行操作保持偏谨慎，长债收益率明显上行本周各项数据密集发布，资金面持续收敛，长债收益率明显上行。**国庆节后第一个交易日，长债收益率明显上涨，主要源于假期离岸人民币大幅升值，美债收益率上行，以及美股大涨，因此国内市场开盘之后，债券补跌，权益补涨。周末央行将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20%下调至 0，传达出央行不希望汇率快速升值的意图，由于当前中美国债利差较高，若要抑制人民币升值，那么国债收益率势必不能过高，从而使得债市燃起了希望，因此，周一长债收益率明显下行，然而，随后 2 个交易日，央行持续净回笼，社融、贷款数据再次超预期，债市情绪再次受到打击，虽然央行在周四超额续作了 MLF，并且当日公布的通胀数据也略低于预期，但是债市情绪依然悲观，长债收益率再度上行。

- **可转债：全周转债市场随权益市场放量上涨，预计权益市场将开启中期慢涨，顺周期、制造业、成长科技三大方向值得关注。**本周权益市场放量上涨，纺织服装行业、银行和煤炭板块涨幅靠前。可转债市场整体随权益市场上涨，近期一级发行和上市略有提速。预计权益市场将开启中期慢涨，转债市场以一个偏高的均价与适中的估值水平进入四季度，市场的核心驱动力仍旧落在正股层面，兼顾自上而下及自下而上的逻辑，顺周期、制造业、成长科技三大方向值得关注。

- **权益市场：**A 股节后快速反弹，上证综指重返 3300 点，但随后涨升乏力，转入震荡；两市量能较节前增长，但总体仍处于较低水平。展望后市，国内经济基本面和流动性支撑着市场中期向好，但受制于海外近期的诸多不确定因素，短期市场或维持震荡。中期方向我们继续乐观。风格方面，在经济复苏驱动下，低估值价值与高成长有望走向均衡，呈现出较好的结构性机会。板块方面，国内经济持续复苏驱动传统行业优质公司业绩增长，顺周期的低估值金融、建材等行业龙头值得近期配置，同时可挖掘文化娱乐、航空、机场、酒店旅游等可选消费。此外，硬核科技成长公司值得中长期持续关注。

- **黄金：欧美疫情反弹给金价带来压力，但美国新刺激方案难达成、美国大选等不确定因素也对金价形成一定支撑，金价小幅回落。**金价本周围绕 1900 美元的关口反复争夺。欧美疫情严重蔓延和二次反弹，支撑了美元的现金需求，给金价带来压力，不过市场对美国新一轮财政刺激政策仍有期盼、英国硬脱欧、美国大选白热化等不确定因素也支撑了黄金的避险需求，金价依然处在一个收缩震荡的区间。近期市场会迎来一系列重磅的经济数据，同时市场持续关注英国脱欧、美国大选选情、欧美疫情反弹等焦点事件，这些都将一直影响金价走势，加大金价波动。

- **原油：OPEC+承诺、美油库存意外下降给油价带来支撑，但欧美疫情二次爆发、三大原油市场报告都预测全球原油需求前景低迷，也打压了油价，本周油价小幅收涨。**OPEC+承诺 11 月底前油价不会崩跌，这给油价强劲支撑，同时本周美国原油库存意外下降也支撑了油价。不过由于欧美疫情二次爆发担忧继续升温，欧美经济前景被看淡，加上三大原油市场报告都显示全球原油需求前景低迷，这些也给油价带来沉重压力。考虑到欧美疫情反弹的不利影响，以及美国新刺激方案和大选带来的不确定性，美国经济的复苏将趋于复杂，未来油价大幅变动的可能性基本不存在。

- **黑色产业链：下游市场需求保持旺盛，双焦价格继续上涨，螺纹钢价格略有下跌。**随着中国经济继续复苏，基建和房地产行业建设均加快建设步伐，使得对螺纹钢的需求增加，产量库存出现双降。但考虑到临近年底，全国气温逐渐转冷，需求的持续性仍值得关注，市场可能会以高库存进入冬储，这或将对螺纹钢期货价产生承压。焦企盈利情况良好，生产积极性高，场内库存延续低位，短期焦炭需求仍有支撑。但考虑钢材市场近期有走弱迹象，以及钢厂利润低位，后期焦炭价格上涨空间可能受到压制。焦煤价格的上涨主要是受到市场需求较旺盛、中国停止进口澳大利亚煤炭等提振，预计短期焦煤价格仍有上涨空间。

- **人民币汇率：人民币汇率本周强势上涨，但因央行下调外汇风险准备金率，人民币升值势头出现暂缓。**

国庆长假后的首个交易日(10 月 9 日)，人民币汇率强势上涨，在岸人民币对美元涨近 1100 点，在岸、离岸人民币双双升破 6.70 关口，创 2019 年 4 月以来新高。但短期来看有两个因素可能使得人民币汇率升值趋势暂缓甚至会小幅回吐涨幅：一是央行有意引导人民币升值趋势放缓。二是美国大选带来不确定性，美元汇率可能受益于市场风险攀升而反弹。人民币短期内大概率是震荡走势，与此同时仍应防范美国大选可能导致的汇率回调风险，预计人民币汇率将在 6.6-6.9 的宽幅区间内波动。

风险提示：货币政策超预期收紧

目录

一、 本周重点经济数据分析.....5
1.1 美国大选.....5
1.2 CPI 数据.....5
1.3 9 月进出口数据.....7
1.4 9 月社融数据.....8
1.5 本周要闻.....11
二、 固定收益市场分析.....11
2.1 资金面分析.....11
2.2 利率债走势分析.....13
2.3 存单与信用债分析.....14
2.4 可转债分析.....15
三、 主要资产价格分析.....17
3.1 权益市场分析.....17
3.2 黄金市场分析.....19
3.3 原油市场分析.....20
3.4 黑色产业链分析.....21
3.5 人民币兑美元汇率分析.....22

一、 本周重点经济数据分析

1.1 美国大选临近并引起世界各国聚焦，民调显示拜登大幅领先，但结果仍存在不确定性

目前距离美国 11 月 3 日大选只有不到三周的时间。随着美国大选十分临近，美国民主党候选人拜登和共和党候选人也是现任总统的特朗普之间的选战竞争开始进入白热化阶段。由于特朗普在任期间偏向实行单边主义和反科学主义，加上自身特立独行、个人至上的行事风格，已经对全球地理政治、贸易、军事、科技、环境等许多领域造成一定的混乱，这场选举势必将引起世界各国的广泛关注和聚焦。对美国国内也是如此，美国人对特朗普应对疫情的反应方式以及民粹主义抬头导致暴乱增加大多持批评态度，此次选举将受到高度重视，预计美国选民的投票率或参与率将创下数十年来的高点，目前参与邮寄投票的美国选民数量已达到 1600 万人以上，远高于 2016 年同期的约 140 万人。

各项民调均显示拜登大幅领先，特朗普大幅落后。当前，拜登在全国民调中持续领先谋求连任的特朗普，而且差距基本保持稳定，有的民调则显示差距在不断拉大。一项较权威的最新民调是《华尔街日报》与 NBC News 最近对登记选民进行的调查，调查显示拜登以 11 个百分点的优势领先于现任总统特朗普，且在经历最近特朗普提名联邦法官巴雷特任最高法院大法官、颇具争议的第一轮电视辩论以及特朗普确诊新冠并住院治疗等事件后，拜登的优势有所扩大。其他民调也显示，拜登领先特朗普至少 10 个百分点。在关键摇摆州，特朗普与拜登的竞争异常激烈，从 10 月 13 日起，特朗普和拜登集中精力在佛州和宾州两个被认为对赢得选举人团选举至关重要的摇摆州进行竞选活动，以最大程度地调动可能投下决定性选票的选民的积极性。从最新民调看，拜登在这两个州占有一定优势。

特朗普与拜登的支持率差距太大，想要“翻盘”的可能性不大。主要理由包括：第一，民调落后太多，随着大选临近，特朗普想要扭转当前局势的时间远远不够；第二，特朗普对疫情的怠慢态度导致美国成为全球感染人数和死亡人数最多的国家，加上特朗普自身也感染新冠病毒，在国内引发广泛不满；第三，拜登经济政策引发市场更大兴趣，对于如何刺激经济、促进就业率快速回升等经济问题，与特朗普相比，拜登提出的经济复苏方案被市场认为是疫后经济快速回弹的有效方案；第四，破纪录的筹款金额让民主党拥有更大的财政优势，未来在几个可能决定大选结果的摇摆州，拜登的支持率仍有增长的可能。

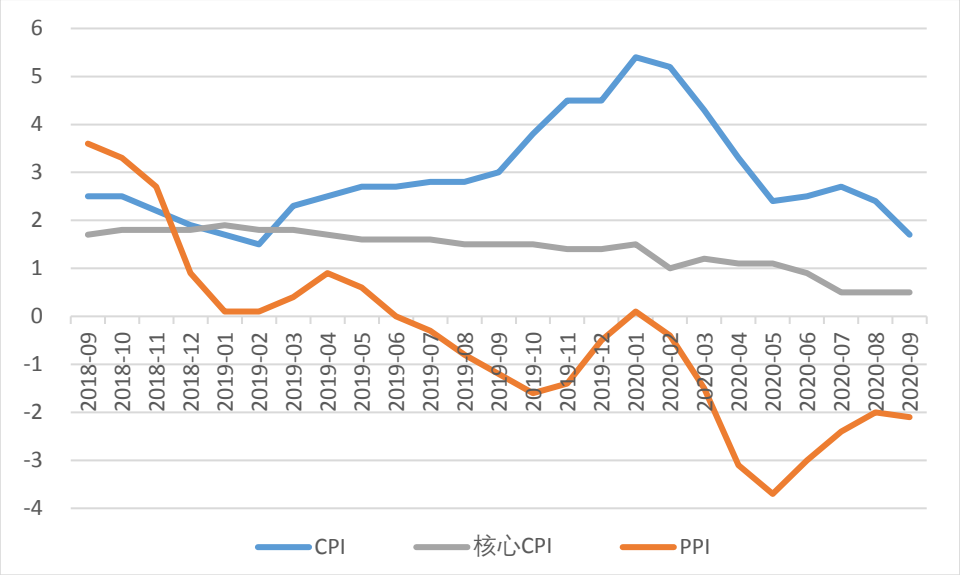
尽管如此，从美国股市释放的信号看，特朗普仍有可能胜选，美国大选仍存在变数。经济上美国股市的超预期表现可能帮助特朗普赢得连任，标普 500 指数在过去三个月里上涨了约 7%，其他两个重要股指也有不俗表现。历史经验表明，从 1928 年以来，当标普 500 指数在总统大选前的三个月里上涨时，现任政府连任的概率将高达 90%。而疫情前，到 2019 年底美国的失业率曾一度降至近 40 年来的新低 3.5%，美国股市屡创历史新高，美国经济一片繁荣。此外，为了扭转落后态势，考虑到 2016 年美国大选发生的经历，特朗普或将有意制造一些“惊奇事件”，例如近期日本媒体报道称特朗普或将闪电访台、美国媒体炒作拜登及其儿子亨特涉嫌贪腐的报道。

但无论谁当选，中美在未来数十年里的竞争关系将长期存在。特朗普在任四年表现出典型的麦卡锡主义，在多个方面采取了遏制中国崛起的措施，与中国在“脱钩”路上越走越远。即使拜登当选，大部分研究机构均认为，预计他会在外交政策上摒弃特朗普的单边主义思维，支持多边国际机构，与传统盟友搞好关系，但对中国的遏制政策基本不会发生实质性变化，中美之间的竞争将长期持续，两国关系未来几年面临的挑战依然大于机遇。因此无论特朗普还是拜登胜选，中国都需要为今后中美关系可能走向做好准备。

1.2 猪肉价格涨幅大幅回落推动 9 月 CPI 重回“1”时代，年内或将保持温和增长状态

国家统计局 10 月 15 日公布的数据显示，9 月居民消费价格指数（CPI）同比增速继续回落，同比上涨 1.7%，较上月回落 0.7 个百分点，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%，与 8 月持平，基本符合市场预期；工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 2.1%，降幅较上月扩大 0.1 个百分点，这是 PPI 自 5 月连续收窄后的首次回落，超出市场预期。预计今年内 CPI 同比都将保持在 1-2%的温和水平内，这十分有利于当前稳健的货币政策的实施，也有利于中国经济继续向正常化的恢复。

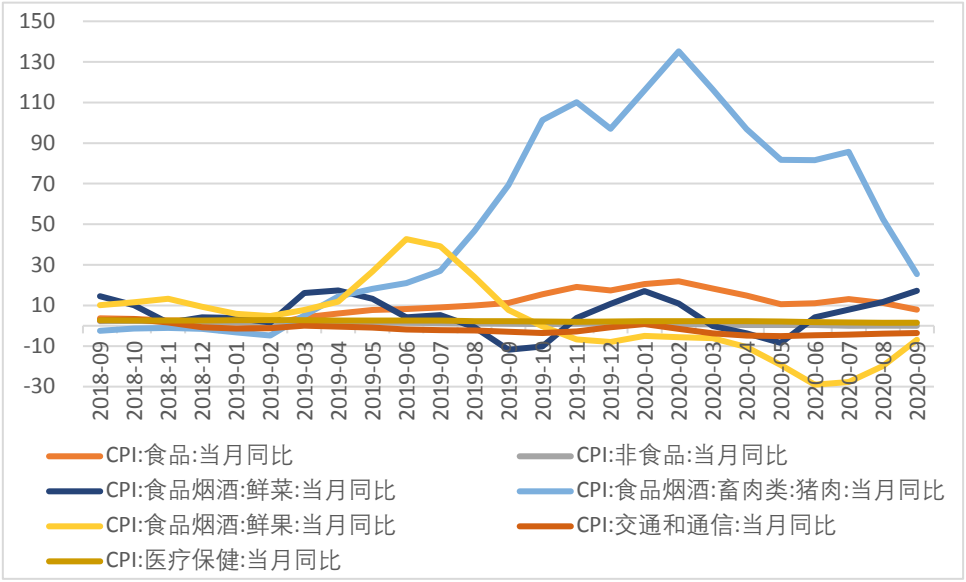
图 1：9 月 CPI 同比涨幅继续回落，但 PPI 跌幅有所扩大（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

食品尤其是猪肉价格的大幅回落继续带动 CPI 同比下降。9 月食品价格同比上涨 7.9%，涨幅回落 3.3 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.69 个百分点，其中随着生猪生产恢复，猪肉价格同比上涨 25.5%，涨幅大幅回落 27.1 个百分点；牛肉和羊肉价格分别上涨 9%和 5.4%，亦有不同程度的回落；鲜菜价格涨幅则扩大 5.5 个百分点至 17.2%；鲜果、鸡蛋价格则分别下降 6.9%、17.7%。非食品价格同比由上月的上涨 0.1%转为持平，下降 0.1 个百分点，其中医疗保健价格上涨 1.5%，交通和通信价格下降 3.6%，但受国际原油价格下跌的影响，汽柴油价格降幅较大，分别达 15%和 16.6%。另外据统计局测算，在 9 月 CPI1.7%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 1.2 个百分点，新涨价影响约为 0.5 个百分点。

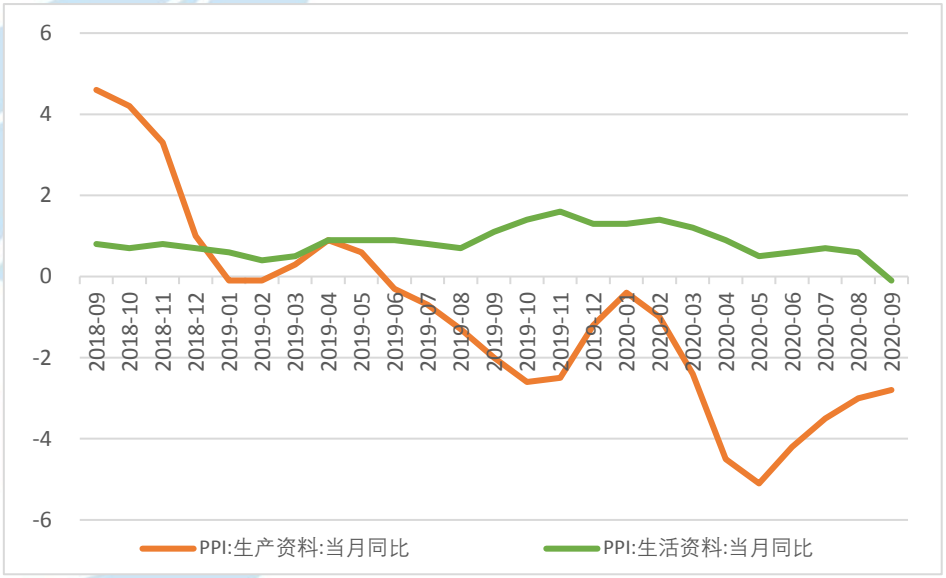
图 2：食品中猪肉价格的大幅回落带动 CPI 同比涨幅下降（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

9 月 PPI 同比下降 2.1%，降幅较上月扩大 0.1 个百分点，主要原因是生活资料价格从上个月的上涨 0.6%转为下降 0.1%，同时生产资料价格继续下降 2.8%，降幅收窄 0.2 个百分点。主要行业看，有色金属冶炼和压延加工业涨幅回落，煤炭开采和洗选业价格降幅收窄，石油和天然气开采业价格降幅扩大。据统计局测算，在 9 月 PPI2.1%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响为 0，新涨价影响约为-2.1 个百分点。

图 3：9 月生活资料价格由涨转跌，生产资料价格跌幅收窄（%）



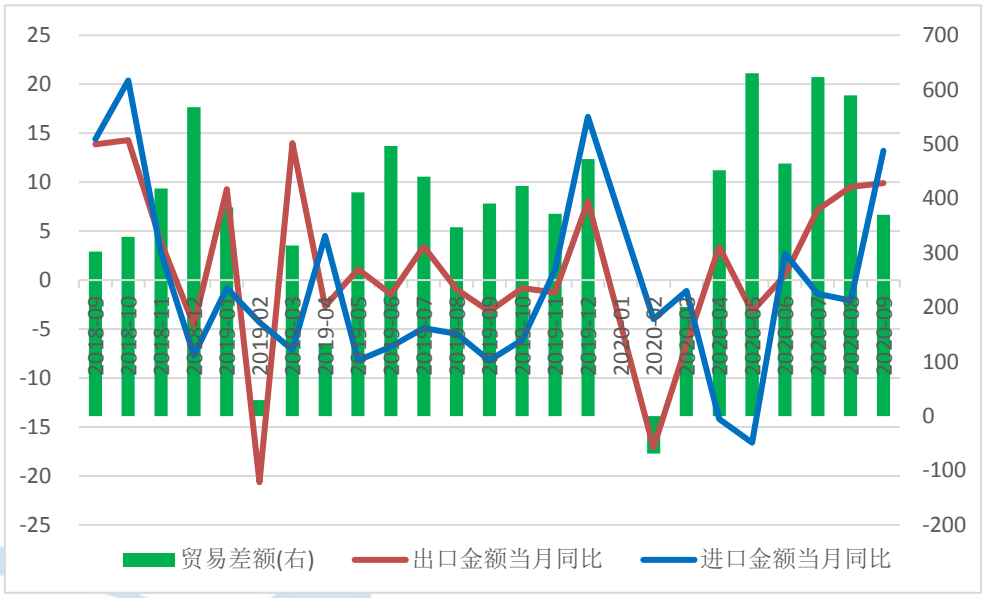
资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.3 随着国内外需求继续复苏，9 月中国进出口保持强劲增长

海关总署 10 月 13 日发布的贸易数据显示，受国内外经济继续复苏，以及新冠疫情带来的医疗设备和居家办公电子产品需求的提振，中国进出口数据保持较大韧性，以美元计，9 月中国出口同比增长 9.9%，较 8 月提高 0.4 个百分点，增速创年内新高；进口增速同比大幅逆转，由负转正，达 13.2%，较 8 月大幅提升 15.3 个百分点；实现贸易顺差 370 亿美元，较 8 月减少 219.3 亿美元。9 月进出口贸易数据均超过市场预期。如果看累计增速，以人民币计的前三季度出口同比增速已经转正，达到 1.8%，但进口同比增速仍

下降 0.6%。强劲的贸易数据表明中国经济正在稳健复苏，预计下周公布的三季度经济增速将位于 5%-6%之间，表明中国经济已基本恢复到疫情前的增长趋势。

图 4：9 月进出口仍保持强劲增长（%，亿美元）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

从出口商品看，包括口罩在内的纺织品等防疫物资仍是出口的重要支撑。9 月，纺织品出口同比增长 34.7%，增速虽回落 12.3 个百分点，但仍连续六个月保持两位数增长；医疗仪器及器械同比增长 30.9%，增速回落 8 个百分点，也高于平均增速。此外，高新技术产品出口增速继续回落 7.7 个百分点至 4.2%；机电产品出口增长 11.9%，持平于 8 月。

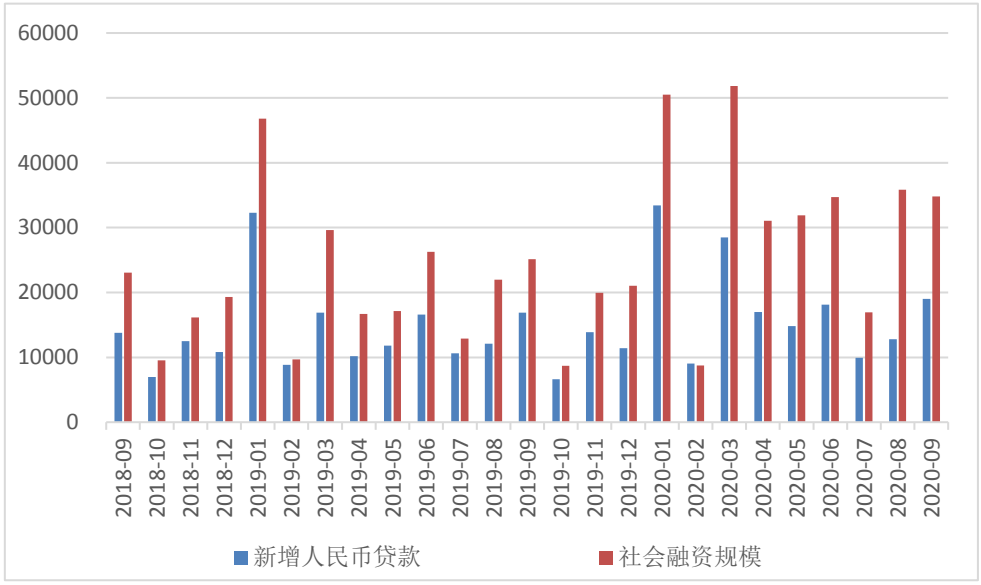
从出口目的地看，9 月，由于美国疫情仍然严重甚至有反弹的迹象，中国对美出口增速意外升至年内新高，达到 20.5%，较 8 月提高 0.5 个百分点；对东盟出口继续保持两位数增速，增速提高 1.5 个百分点至 14.4%，为年内最高。但对日本、欧盟出口继续下降，降幅为-2.7%和-7.8%，分别扩大 1.9 个和 1.3 个百分点。

重要商品进口方面，9 月原油进口量同比大幅增长 17.6%，环比提高 5 个百分点，但由于原油价格持续低迷，进口额同比下降 14.1%；铁矿石、大豆进口量价齐升，进口量同比增长 9.2%、19.4%，环比分别提高 3.3 个、18.1 个百分点；进口额同比增长 17.1%、17.6%，分别提高 21.9 个、18.9 个百分点。

1.4 9 月新增信贷创同期历史新高，社融规模保持高位，实体经济融资需求仍然保持强劲

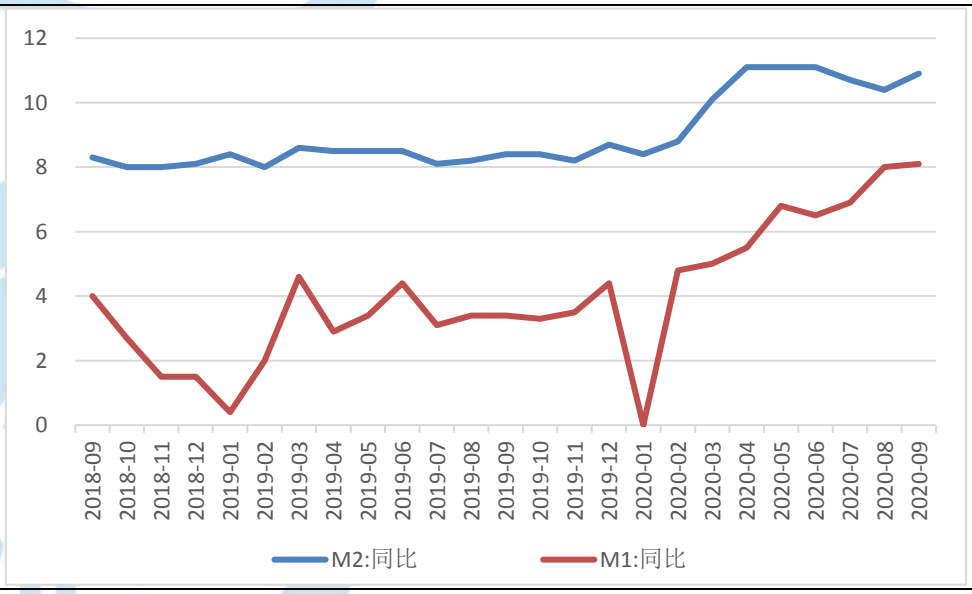
央行 10 月 14 日发布的金融数据显示，随着经济持续向好，实体经济融资需求仍然保持强劲，9 月新增人民币贷款 1.9 万亿元，比上月 1.28 万亿元多增 6200 亿元，创下同期历史新高；新增社会融资规模约 3.48 万亿元，较上月 3.58 万亿元下降不多。9 月信贷数据和社融数据均超出市场预期。9 月末，广义货币供给量（M2）增速为 10.9%，增速较上月提高 0.5 个百分点；狭义货币供给量（M1）增速为 8.1%，增速较上月提高 0.1 个百分点，也高于市场预期。

图 5：9 月新增人民币贷款创同期历史新高，社融规模亦保持高位（亿元）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

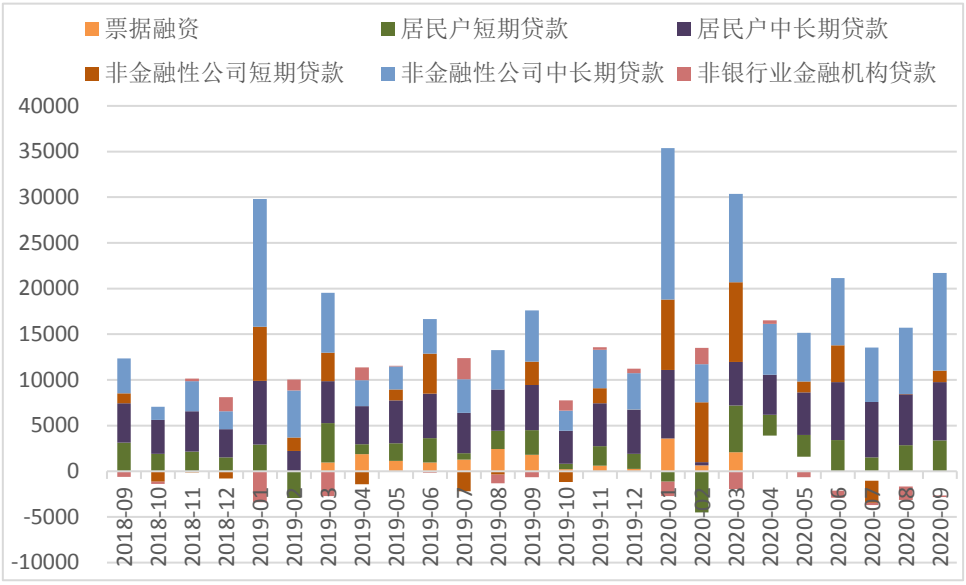
图 6：9 月货币供给量增速亦超出市场预期（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

中长期贷款仍然是支撑人民币信贷增长的主要因素。9 月企(事)业单位中长期贷款新增 10680 亿元，较上月多增 3428 亿元，数据仅次于今年 1 月，显示企业融资需求依然较为旺盛，基建配套贷款、制造业中长期贷款等仍在快速释放。住户部门位中长期贷款新增 6362 亿元，较上月多增 891 亿元，这与居民购车需求旺盛、汽车行业同比增长同比转正基本一致。短期信贷也有所增加，9 月短期贷款从 8 月的 2891 亿元增加 1777 至 4668 亿元，其中企业贷款增加较多。此外，在监管打击套利行为下，企业票据融资仍受抑制，9 月继续减少 2632 亿元，比上月多减 956 亿元。

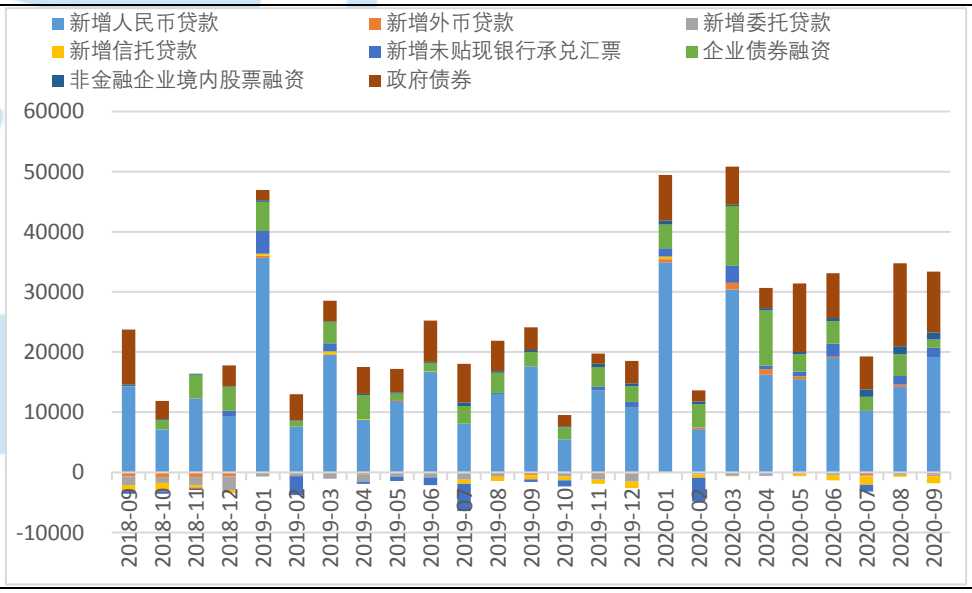
图 7：居民和企业的中长期贷款主要支撑人民币信贷增长（亿元）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

社融规模超预期的原因在于非标融资好于预期，部分融资需求由表内转向表外。9 月，社融新增规模 3.48 万亿元，比上月下降 1101 亿元。社融规模在结构上存在明显的彼消此长现象，贷款多增但债券融资少增，虽然新增人民币贷款和贷款核销有所上升，但增幅难以对冲政府和企业债券融资的下降幅度，导致 9 月新增社融规模下滑。9 月人民币贷款环比多增 4970 亿元，外币贷款环比减少 699 亿元，合计多增 4271 亿元；企业非标贷款新增 27 亿元，较上月下降 633 亿元，其中信托贷款减少幅度最大，主要源于房地产调控加码后，房地产信托大幅缩水。由于近期市场利率高位上行，企业债券成本上升影响融资需求，企业债券融资新增 1412 亿元，比上月大幅下降 2247 亿元；受地方政府债月度发行的周期性以及地方财政安排的影响，地方专项债发行已接近尾声，政府债券发行规模 10116 亿元，比上月下降 3672 亿元，其中地方债发行规模 7205 亿元，较 8 月近 1.2 万亿元大幅缩减。此外，由于近期股票市场持续震荡调整，影响投资者的融资需求，股票融资规模也出现下降。

图 8：9 月人民币信贷多增，但债券融资需求下降（亿元）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

在财政政策发力下，无论从总量还是从结构上来看，金融配合推动经济增长的动能都在增强，因此短期内货币政策并没有可能放松的背景和基础。央行行长易纲近期发文强调“尽可能长时间实施正常货币政策”，也预示着未来货币政策的基调仍将相对中性。而银行因压降结构性存款导致负债端压力增大，央行也只会通过增量续做 MLF 给予一定补充，不会向市场释放宽松信号。但随着美国大选十分临近，后续仍需要重点关注选举结果，未来美国对华政策或将成为宏观经济政策走势的最大不确定因素。

1.5 本周要闻

1、央行下调远期售汇业务的外汇风险准备金率，防止人民币升值过快

10 月 10 日央行发布公告称，自 2020 年 10 月 12 日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20%下调为 0。外汇风险准备金是人民银行为了抑制外汇市场过度波动，将银行远期售汇业务纳入宏观审慎政策框架，对开展代客远期售汇业务的金融机构收取的一种准备金。根据人民银行货币政策司司长孙国峰的发言，近期人民币汇率升值是我国经济基本面向好的反映。本外币利差和贸易顺差下，人民币在市场供求推动下有所升值是正常的。但是金融市场总有投机行为，如果人民币上涨过快，反而容易使汇率偏离供求基本面，也就难以发挥汇率的自动稳定器功能。近期央行调整了远期售汇业务的外汇风险准备金率，也正是为了防止过度的加杠杆行为和过度的正反馈行为，达到稳定市场的效果。从政策思路上看，“下一步人民银行将继续保持人民币汇率弹性，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。

2、央行再次对宏观杠杆率的抬升表态，允许宏观杠杆率有阶段性的上升

10 月 14 日央行召开金融数据季度发布会，再次对宏观杠杆率的抬升表态。人民银行调查统计司司长兼新闻发言人阮健弘表示，宏观杠杆率的回升是宏观政策支持疫情防控和国民经济恢复的一个体现，应该允许宏观杠杆率有阶段性的上升，扩大对实体经济的信用支持。

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 1900 亿元。本周资金面均衡偏宽松，短期资金价格先升后降，四季度在财政投放和央行维稳跨年流动性需求的背景下，流动性整体充裕程度通常高于前三个季度

1）央行的公开市场操作：央行公开市场净投放 1900 亿元

本周央行公开市场共进行了 1000 亿元逆回购操作和 5000 亿元 MLF 操作，同期有 2100 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 到期，因此本周净投放 1900 亿元。下周（10 月 19 日至 23 日）央行公开市场有 1000 亿元逆回购到期，周四和周五均到期 500 亿元，周一至周三无逆回购到期。此外，下周一（10 月 19 日）还有 800 亿元国库现金定存到期。

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	-400	-1000	-500	0	0
7 天	0	0	0	500	500
14 天	0	0	0	0	0
TMLF（投放）366D	0	0	0	5000	0
MLF（回笼）366D	0	0	0	0	-2000
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	-400	-1000	-500	5500	-1500

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：本周资金面均衡偏宽松，短期资金价格先升后降

本周，资金面整体均衡偏宽松，节前受到银行季末考核和双节假期影响，资金利率有所上行，但由于月末财政支出增加以及机构提前布局，资金面平稳跨季。本周（10 月 12 日至 10 月 16 日）央行全口径到期资金有 4100 亿元。在逆回购资金大规模到期的情况下，央行却连续三个交易日“按兵不动”意在引导市场利率围绕政策利率平稳运行，释放保持市场流动性合理充裕信号，因此短期资金价格隔夜与 7d 在前三个交易日小幅度上行，周五回落，中长期资金价格 14d 与 21d，因跨季需求，逐日上涨。

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	1.5719	1.7559	2.0400	2.1076	2.0550
	R007	2.2442	2.2389	2.3079	2.3602	2.3121
	R014	2.3341	2.2386	2.3935	2.3893	2.3903
	R021	2.2726	2.3161	2.5027	2.6126	2.6456
	R1M	2.8412	2.8531	2.9050	2.9245	2.8142
上交所协议回购	206001	4.0040	4.2580	4.6510	4.2340	4.2341
	206007	4.5190	4.3740	4.4680	4.0350	4.3310
	206014	5.0600	4.8500	5.1930	5.1010	5.0800
	206021	4.7450	5.7600	6.0830	5.6720	5.1560
	206030	5.7610	5.7520	6.2180	5.1380	5.9570
利率互换定盘：1Y	FR007	2.5187	2.5069	2.5249	2.5250	2.5251

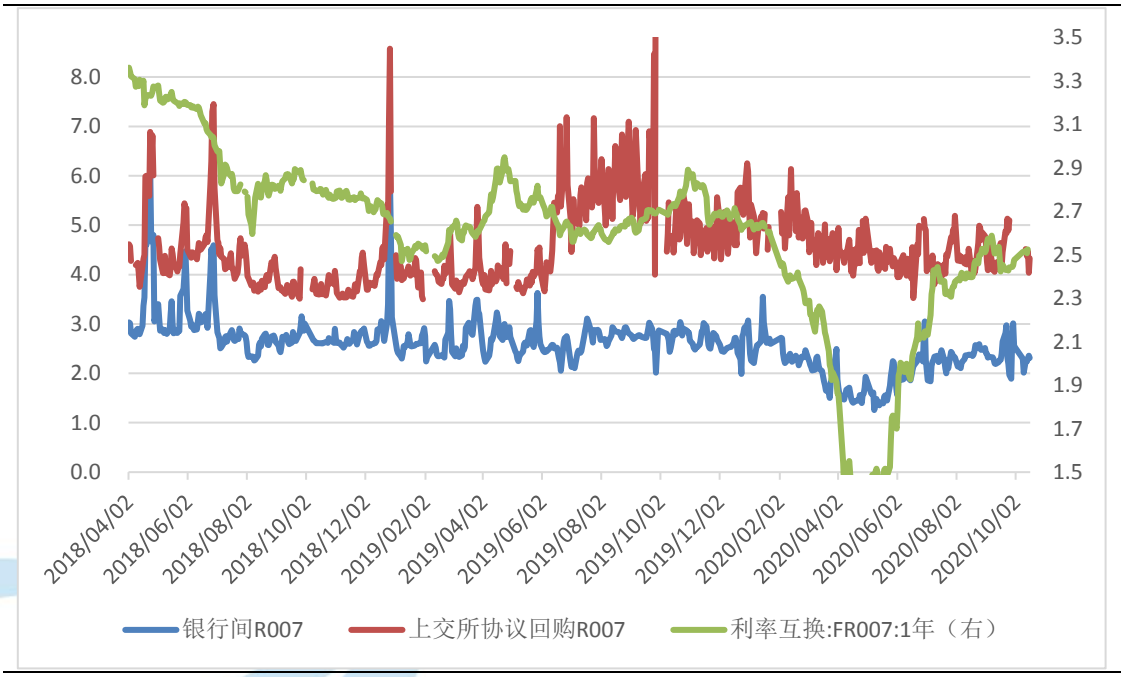
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

3）资金面的展望：四季度在财政投放和央行维稳跨年流动性需求的背景下，流动性整体充裕程度通常高于前三个季度

关于 10 月资金面，从历史季节性规律看，四季度除 10 月是缴税大月，财政存款净回笼会给流动性带来一定抽水效应外，四季度在财政投放和央行维稳跨年流动性需求的背景下，流动性整体充裕程度通常高于前三个季度。10 月流动中现金预计回流千亿左右，对资金面流动性改善起到一定的正面作用。在超储率较低时，银行间流动性利率对央行货币政策操作更为敏感，随着回购利率回归政策利率附近，银行间杠杆

增速回归常态，货币政策操作将更加灵活适度，保持流动性合理充裕，央行或将更倾向于通过中短期限公开市场操作灵活调控银行间流动性。

图 9：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：债市情绪依旧悲观，9 月的金融及通胀数据表明经济仍在渐进修复中，债市偏弱趋势仍未逆转。

1）利率债走势复盘：节后债市补跌，加之央行操作保持偏谨慎，长债收益率明显上行

本周各项数据密集发布，资金面持续收敛，长债收益率明显上行。国庆节后第一个交易日，长债收益率明显上涨，主要源于假期离岸人民币大幅升值，美债收益率上行，以及美股大涨，因此国内市场开盘之后，债券补跌，权益补涨。周末央行将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20%下调至 0，传达出央行不希望汇率快速升值的意图，由于当前中美国债利差较高，若要抑制人民币升值，那么国债收益率势必不能过高，从而使得债市燃起了希望，因此，周一长债收益率明显下行，然而，随后 2 个交易日，央行持续净回笼，社融、贷款数据再次超预期，债市情绪再次受到打击，虽然央行在周四超额续作了 MLF，并且当日公布的通胀数据也略低于预期，但是债市情绪依然悲观，长债收益率再度上行。

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：9月社融强劲、信贷结构好，货币政策将继续保持中性，PPI预计继续温和回升，债市偏弱趋势仍未逆转

从央行当前的态度来看，在第三季度金融统计数据新闻发布会，释放了几个重要的政策信号，**一是，货币政策仍将继续延续当前的状态。**从央行的视角来看，中国当前的利率水平与经济基本面总体匹配，已经处在了一个相对均衡与合意的水平，10月15日再次超预期大幅超量续作MLF，也夯实了央行更倾向于使用MLF来为银行补充中长期负债的信号，降准的可能性大大降低。**二是，央行容忍杠杆率阶段性上升不宜过度解读。**即便今年因为特殊情况导致杠杆率大幅抬升，但近几年杠杆率的年均增量是显著下降的。从这个角度来看，央行对于今年杠杆率抬升的容忍度不应过度解读，这并不意味着央行对于未来杠杆率的上升放松约束。

社融继续超预期，经济修复延续，对债市偏利空。9月社融再超市场预期，源于信贷与非标融资均好于预期，显示实体融资需求较强，信贷结构较好，企业中长期贷款、居民信贷延续同比多增，M1增速走高，在地产销售边际弱化下回升，反映经济内生修复动能仍强，均有助于经济修复的延续。

PPI的温和回升预计仍将给债市带来一定压力。虽然9月PPI上行趋势被暂时打断，主要源于9月份原油价格的异动，但从中期来看，全球经济复苏与宽松的流动性环境，带来大宗商品价格的支撑，同时中国出口与地产投资仍有韧性，将继续推动PPI未来延续上行趋势。猪肉价格加速回落拉低CPI，预计四季度将继续回落。相较于CPI，PPI与债市的相关性更高一些，PPI的温和上行预计还是会对债市有一定压力。

2.3 存单与信用债分析：信用债各等级及各期限收益率均下降

1）一级市场发行：存单发行量与信用债发行量较上周均上涨

本周同业存单发行量较上周大幅上涨，本周存单发行量约5,273.30亿元，较上周发行量上涨421.95%。本周存单到期量为5,398.30亿元，较上周到期量上涨213.73%。

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2,876.43亿元，较上周环比上涨1418.71%。

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降

各期限存单收益率均上涨，1M 存单收益率较上周上涨 10.35bp，3M 期存单收益率较上周上涨 24.05bp，6M 期存单收益率较上周上涨 6.82bp，9M 期存单收益率较上周上涨 6.09bp。

信用债二级市场方面，信用债各等级及各期限收益率均下降，AAA 级 1 年期、AAA 级 3 年期、AAA 级 5 年期较上周分别下降 0.08bp、下降 4.93bp、下降 0.31bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别下降 1.08bp、下降 3.94p、下降 1.33bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别下降 1.08bp、下降 1.94bp、下降 0.68bp。

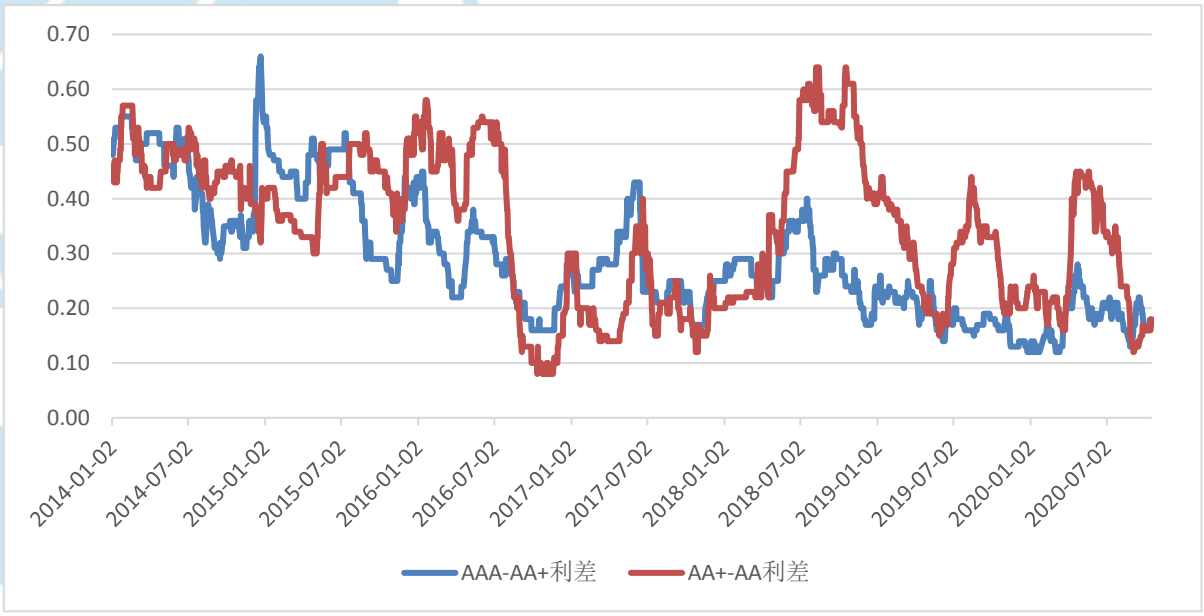
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	3.203	30.10%	-0.08
信用债(AAA):3 年	3.715	33.50%	-4.93
信用债(AAA):5 年	4.005	35.10%	-0.31
信用债(AA+):1 年	3.353	26.30%	-1.08
信用债(AA+):3 年	3.885	31.20%	-3.94
信用债(AA+):5 年	4.215	29.70%	-1.33
信用债(AA):1 年	3.503	21.90%	-1.08
信用债(AA):3 年	4.065	24.60%	-1.94
信用债(AA):5 年	4.565	24.70%	-0.68

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，各评级信用利差均走阔，AAA 与 AA+信用利差较前周走阔 1bp 至 17bp，AA+和 AA 之间的利差较前周走阔 2bp 至 18bp。

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：全周转债市场随权益市场放量上涨，预计权益市场将开启中期慢涨，顺周期、制造业、成长科技三大方向值得关注

1）可转债的走势复盘：权益市场放量上涨，转债市场随之上涨，一级发行和上市略有提速

本周权益市场放量上涨，周一大涨后全周持续在高位震荡，上证指数本周收于 3336.36 上涨 1.96%，深证成指本周上涨 1.83%，创业板指本周上涨 1.93%，中小板指本周上涨 1.51%，金九银十销售旺季叠加大量国外订单，本周纺织服装行业大幅回暖，此外，9 月社融数据超预期及煤炭产销良好，致使银行和煤炭板块涨幅靠前。可转债市场整体随权益市场上涨，本周上证转债上涨 1.78%至 328.33，深证转债上涨 1.15%至 264.48，中证转债上涨 0.24%至 368.51，其中，万里转债、迪森转债、九洲转债、雷迪转债、英科转债等领涨，奥佳转债、璞泰转债、蓝晓转债、康弘转债、太阳转债等领跌。一级方面，本周多伦转债、弘信转债、南航转债、金诺转债、恒逸转债五只新券发行，斯莱转债、赛意转债、交建转债于本周上市，近期一级发行和上市略有提速。

从近五年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，本周转股溢价率及隐含波动率均处于小幅震荡下行区间，处于历史相对低位。

图 12：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：预计权益市场将开启中期慢涨，顺周期、制造业、成长科技三大方向值得关注

外围不确定性逐渐落地，国内确定性不断提高，基本面复苏将驱动增量资金入场，推动 A 股 10 月突围，开启一轮中期慢涨。首先，外围不确定性逐渐落地，市场压力迅速缓解。美国大选的中期负面影响基本消散，两党无论谁最后胜选，未来 1-2 个季度中美将处于平和期，积极的财政主张也将带来正面的外溢影响，同时全球二次疫情爆发带来的经济和金融风险有限。其次，国内确定性不断提高，市场支撑力持续增强。双节消费数据验证强劲的复苏趋势，宏观政策的转向预计最快也要到明年上半年，资本市场改革超预期，利好 A 股市场。最后，基本面复苏驱动增量资金逐步入场。三季报预计延续复苏趋势，三季报超预期板块将率先吸引增量资金入场，预计“十四五”规划的人口和产业政策调整将进一步催化长期资金增配 A 股。

历经二季度的“惊喜”与三季度的先扬后抑，转债市场以一个偏高的均价与适中的估值水平进入四季度，市场的核心驱动力仍旧落在正股层面，自上而下的资产配置视角同样适用。四季度的转债市场更需要强调效率，自下而上的逻辑也同样重要。转债市场效率差异体现在：一是节奏层面，转债放大了正股的波

动，建议及时参与，当前正是不断布局之时；二是在分化角度，板块间和板块内的分化同样重要，当前市场标的覆盖较广，在积极参与的阶段把握最优标的，实现 alpha 收益。机会在于盈利修复的弹性，三大方向值得关注：（1）顺周期低估值板块（可选消费，先内后外）；（2）制造业板块（“十四五”主题催化下的制造业龙头）；（3）成长科技板块。

三、 主要资产价格分析

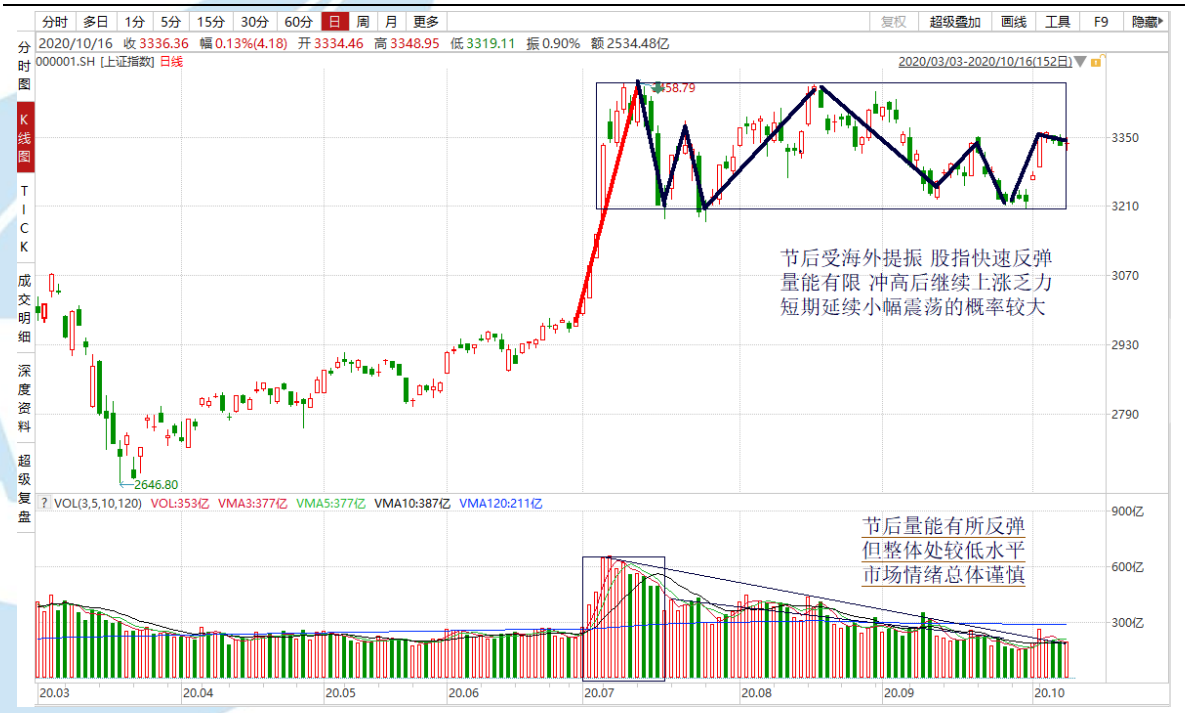
3.1 权益市场分析：市场短期或维持震荡建议配置金融、周期、可选消费

1) 权益市场走势复盘----受海外提振节后 A 股快速反弹 但量能释放有限

受国庆长假期间海外市场普遍上涨的提振，A 股节后连续两个交易日中阳线反弹，上证综指重返 3300 点，但随后强势未能延续，本周下半周市场转入缩量震荡。上证综指最终报收 3336.点，节后累计上涨 3.68%；同期深圳成指和创业板指分别上涨 4.84%和 5.82%。量能方面，两市较节前均出现一定增长，但总体仍处于较低水平。

个股和板块走势分化加大，风格较节前发生一定变化。个股方面，部分高位白马股受三季报业绩预告低于预期冲击，节后遭到大幅杀跌，如信维通信、宝信软件等个股；另一方面，光伏、风电及生物医药等板块优质公司大幅上涨，低估值的优质金融也获得较好的反弹表现。风格上，高估值的成长股分化明显加大，市场对科技股的分歧增加；低估值的金融、新能源设备等持续表现较好，如银行、保险、光伏、风电等，市场对低估值价值股的认同度提升。大格局看，市场保持在 3200-3450 点间做大箱体震荡，成长风格与价值风格有走向均衡的迹象。

图 13：上证综指节后快速走高 但随后涨升乏力 量能释放有限



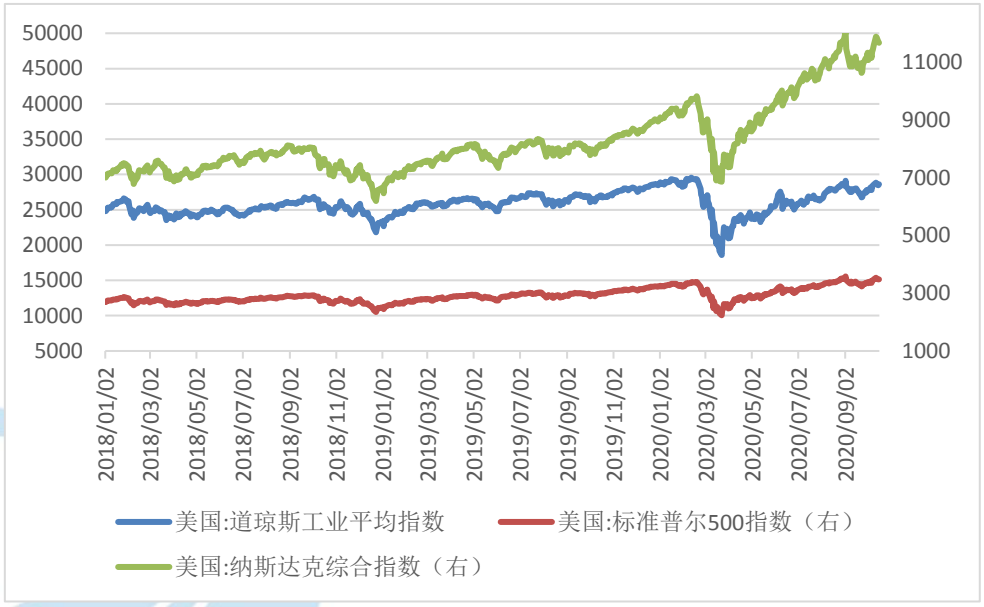
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

美股三大股指本周均上涨，道指本周较上周上涨 0.07%，报 28606.3100 点，标普 500 指数报 3483.8100，本周上涨 0.19%。纳斯达克综合指数报 11671.5600，本周周涨 0.79%。

本周五，数据显示美国 9 月零售销售环比增 1.9%，预期增 0.7%，前值增 0.6%；9 月核心零售销售环比增 1.5%，预期增 0.5%，前值增 0.7%。受此前大规模的财政刺激措施影响，2020 财年美国预算赤字达到

创纪录的 3.132 万亿美元，是 2019 年赤字的三倍以上，债务规模超过了 GDP。市场仍在关注美国财政刺激方案的进展。尽管美国总统特朗普周四表示会亲自介入促进两党谈判，但能在大选前达成大规模刺激法案协议的希望已越来越渺茫。美国市场情绪能够暂时出现好转，使得本周三大股指拉升最重要的原因其实是相对于欧洲而言，美国并未出现“第二轮疫情”，而是始终处于“第一轮疫情”，疫情数据并未出现过明显好转，因此美股对于疫情因素的担忧情绪反而有所减轻。

图 14：美股三大股指均上涨



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2） 权益市场展望——市场短期或维持震荡 风格走向价值与成长均衡 建议配置金融、周期、可选消费

展望后市，国内经济与政策向好，流动性相对充裕，持续支撑 A 股，但同时短期来看，中美博弈及海外疫情等外围不确定性因素较多，抑制着市场风险偏好。A 股在风险偏好难以上升的情况下，短期或呈震荡走势。

9 月经济数据继续呈较好态势。（1）进出口增速超预期。以美元计 9 月出口同比 9.9%，大超预期的 9.0%，前值 9.5%；进口同比增长 13.2%，大超预期的 0.1%，前值-2.1%。（2）CPI 下行，PPI 环比继续上升。9 月 CPI 同比增长 1.7%，低于预期的 1.9%，前值增长 2.4%，环比上涨 0.4%；PPI 同比下滑 2.1%，环比上涨 0.1%。（3）社融大超预期。9 月社融新增 3.48 万亿元，高于市场预期 3 万亿元，同比多增 9657.8 亿元，表明金融对实体经济的支持力度较大。此外，9 月 M2 增速达到 10.9%，较上月提升 0.5 个百分点，整体流动性仍相对充裕。缓解市场对流动性紧缩的担心。

经济持续向好，周期性行业上市公司三季度业绩回升可期。从公司业绩预告看，电气设备、汽车、机械等中游制造业环比明显改善。未来，前三季度受疫情冲击较大的酒店、交通运输、航空旅游等行业，也有望逐步改善。

货币政策有望结束边际收紧，相对宽裕的流动性环境可期。10 月 14 日央行在新闻发布会表示：应当允许宏观杠杆率阶段性上升，扩大对实体经济的信用支持；下一阶段人民银行将根据形势变化综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，支持货币供应量和社会融资规模合理增长。近期人民币汇率大幅升值，也扩大了货币政策的调节空间。尽管央行大幅放宽流动性的概率较小，但流动性保持相对充裕的环境可期。

海外不确定性较多，成为抑制当前市场表现的主要因素。一是中美博弈和海外市场在美国总统大选前存在较大不确性。11 月 3 日为美国大选最终投票日，在此之前中美博弈仍有可能加剧，并可能引发全球资本市场波动。二是 9 月份以来新冠疫情在欧洲、印度、美国等出现二次反弹。国庆长假期间美国总统特朗普被感染，一度引发全球资本市场波动，但幸运的是当前新冠病毒致死率已较之前明显下降，对经济的不利影响较爆发时明显减弱。新冠疫苗进展顺利的情况下，疫苗在四季度后期有望成功获批，进一步降低疫情对市场的影响。此外，还存在英国脱欧的不确定性干扰。

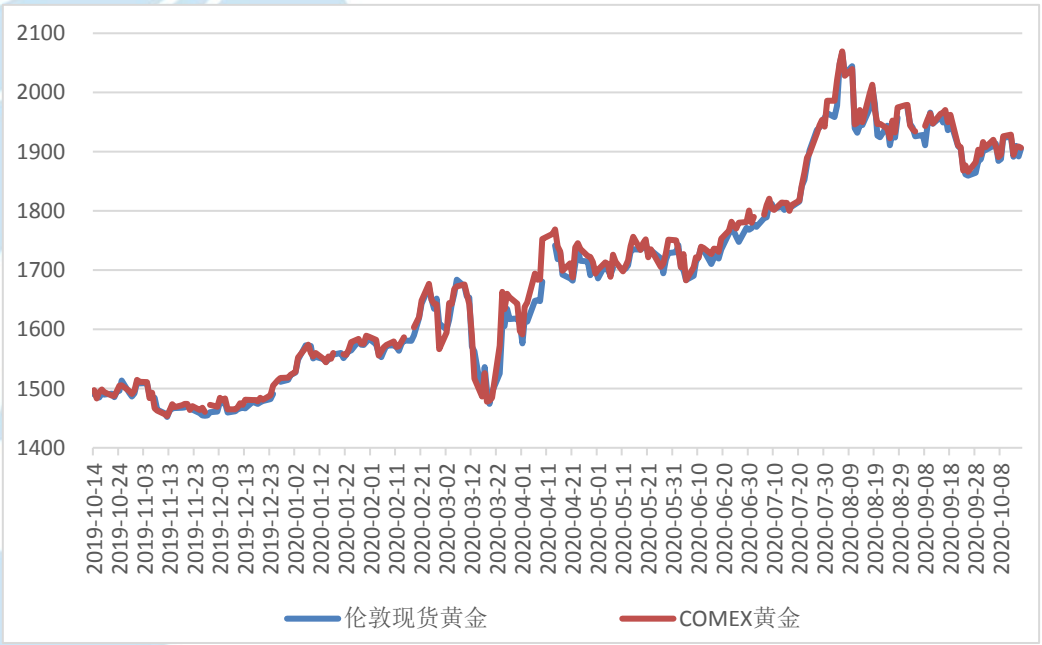
整体来看，国内经济基本面和流动性支撑着市场中期向好，但受制于海外近期的诸多不确定因素，短期市场或维持震荡。中期方向我们继续乐观。风格方面，在经济复苏驱动下，低估值价值与高成长有望走向均衡，呈现出较好的结构性机会。

建议近期重点关注经济复苏主线：国内经济持续复苏驱动传统行业优质公司业绩增长，价值型龙头受益。顺周期的低估值金融、建材等行业龙头值得配置，同时可挖掘文化娱乐、航空、机场、酒店等可选消费。中长期继续关注新兴产业成长主线：挖掘消费电子、5G 和云计算、金融科技及新能源汽车等领域中的硬核公司（即具备核心技术、竞争力领先行业和业务前景广阔的龙头公司）。

3.2 黄金市场分析：欧美疫情反弹给金价带来压力，但美国新刺激方案难达成、美国大选等不确定因素也对金价形成一定支撑，金价小幅回落

本周金价小幅回落，价格围绕 1900 美元的关口反复争夺。周五，伦敦现货黄金价格较上一交易日上涨 13.15 美元，或 0.7%，收报于 1905.05 美元/盎司，但全周累计下跌 0.95%；美国 COMEX 黄金期货结算价下跌 2.5 美元，或-0.13%，收报于 1906.4 美元/盎司，全周累计跌幅 1.03%。

图 15：金价本周小幅回落（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

欧美疫情的继续蔓延和二次反弹，支撑了美元的现金需求，给金价带来压力，不过市场仍对美国新财政刺激有期盼、英国无协议脱欧、美国大选等不确定因素也支撑了黄金的避险需求，综合各方面因素，金价依然处在一个收缩震荡的区间。

欧美国家疫情持续蔓延，并面临二次反弹的压力。目前美国疫情确诊病例已经超过 800 万例，死亡接近 22 万例，且近期疫情再次急剧反弹，周五新增病例超 7 万例。除美国之外，欧洲疫情也异常凶猛，累计确诊病例已超过 720 万例，二次疫情强势反扑，欧洲各国政府重新开始实施封锁、限制等抗疫措施，以期遏制新冠病毒进一步蔓延。

美国新财政刺激方案达成可能性较高，但达成时间将延后。美国财政部长姆努钦 14 日表示，他正试图与众议院议长佩洛西达成财政刺激协议，但要在 11 月 3 日美国大选之前完成相关工作并非易事。这一表态立刻引发市场对于经济前景更广泛的担忧，不过投资者仍然对财政刺激政策的推出抱有很大的希望，这给金价带来支撑。美国国会众议院议长佩洛西周四告知众多民主党人，不用等到明年 1 月份，两党就会敲定一份刺激方案协议。

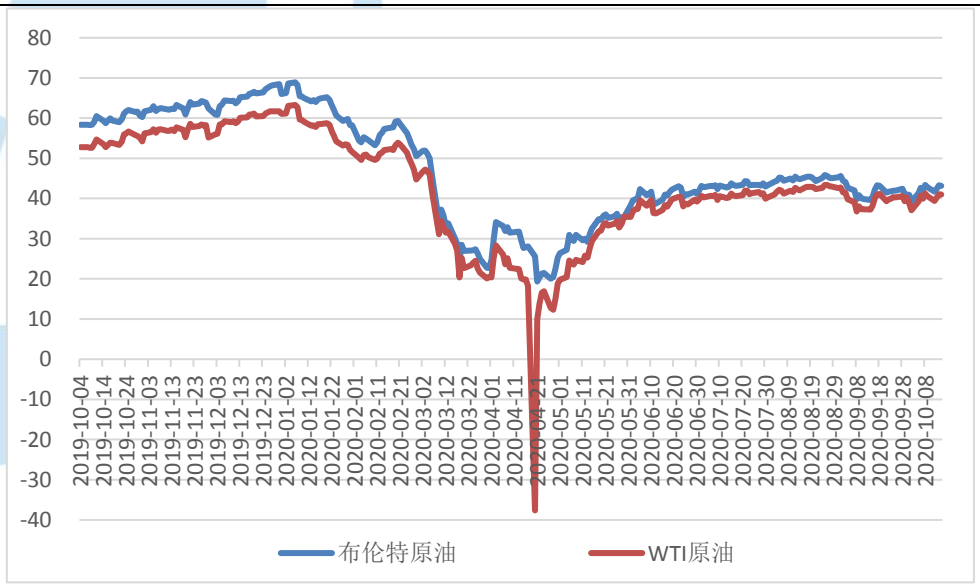
美国大选仍面临各种不确定性。尽管各种民调显示民主党候选人拜登的支持率远远高于特朗普，两者差距至少在 10 个百分点以上，但鉴于特朗普行事具有难以让人预料的作风，以及期多次宣称即使败选也不肯放权，美国大选料将竞争异常激烈，带来的不确定性将支持金价。如果拜登或者特朗普一方顺利赢下大选，并赢下参众两院，那么有望顺利推出刺激政策，也支撑金价。如果大选双方互不想让，两党分别赢得参众两院，那么接下来的财政刺激政策谈判还会陷入僵局，不利于金价。整体而言，因为民主党计划推出的刺激方案规模更大，拜登的当选更加有利于金价。

考虑到近期市场堆积的不确定因素越来越多，预计短期内金价仍将呈震荡波动走势。展望下周，市场又会迎来一系列重磅的经济数据，同时市场还在持续关注英国是否硬脱欧、美国大选选战趋于白热化、欧美疫情反弹等重磅焦点事件，这些事件都将可能成为近期金价大幅波动的爆点。

3.3 原油市场分析：OPEC+承诺、美油库存意外下降给油价带来支撑，但欧美疫情二次爆发、三大原油市场报告都预测全球原油需求前景低迷，也打压了油价，本周油价小幅收涨

周五，国际基准布伦特原油期货合约结算价较上一交易日微跌 0.23 美元，或-0.9%，收报于每桶 43.16 美元，但全周累计上涨 0.19%；美国基准 WTI 原油期货合约结算价微跌 0.08 美元，或-0.39%，收报于每桶 40.96 美元，但全周累计上涨 0.69%。

图 16：油价本周小幅上涨（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+承诺 11 月底前油价不会崩跌，这给油价强劲支撑，同时本周美国原油库存意外下滑也支撑了油价。不过由于欧美疫情二次爆发担忧继续升温，欧美经济前景被看淡，加上三大原油市场报告都显示全球原油需求前景低迷，这些因素都给油价带来沉重压力。

OPEC＋承诺油价在 11 月底前不会崩跌给油价带来支撑。OPEC 秘书长巴尔金都周四在记者会表示，需求复苏的速度慢于预期，OPEC+将继续做它最了解的事情，确保油价在 11 月底开会确定政策前不会再度出现历史性的大幅下挫。OPEC+将在 11 月 30 日和 12 月 1 日举行部长级会议，评估全年情况，并决定是继续执行减产还是修改其政策。

美国原油库存降幅超预期也支撑油价。美国原油库存降幅超预期，美国能源信息署（EIA）本周三公布的数据显示，截至 10 月 9 日当周，EIA 原油库存变动实际公布减少 381.80 万桶，预期减少 210 万桶，前值增加 50.1 万桶。同时美国石油协会（API）周四公布的原油库存也超预期减少 542.1 万桶至 4.954 亿桶。

三大原油市场报告下调全球原油需求预期，但 EIA 也下调美国原油产量预期。OPEC 再次下调 2021 年石油需求预期，随着新冠疫情持续蔓延以及全球经济复苏的放缓，OPEC 在月报中称，2021 年石油需求将以 654 万桶/天的速度增加至 9684 万桶，上个月预测的这一数字为 662 万桶/天，而 7 月是 700 万桶/天。

国际能源署（IEA）13 日发布报告称，受疫情影响，预计今年世界石油需求同比下跌 8%，每日需求减少 800 万桶，全球能源需求全面反弹可能要推迟至 2025 年。IEA 还警告称，未来需求的不确定性以及油价暴跌，可能意味着石油生产者对如何衡量投资决策存疑，从而导致供需错配，加剧未来市场波动。

EIA14 日发布的最新钻井生产报告中预计，美国 11 月页岩油产量预计为 769.2 万桶/日，预计下降 12.3 万桶/日，此前 EIA 预测美国页岩油 10 月日产量下降 6.8 万桶至 764 万桶，因此这是美国原油产量自 5 月以来连续第二个月下降。

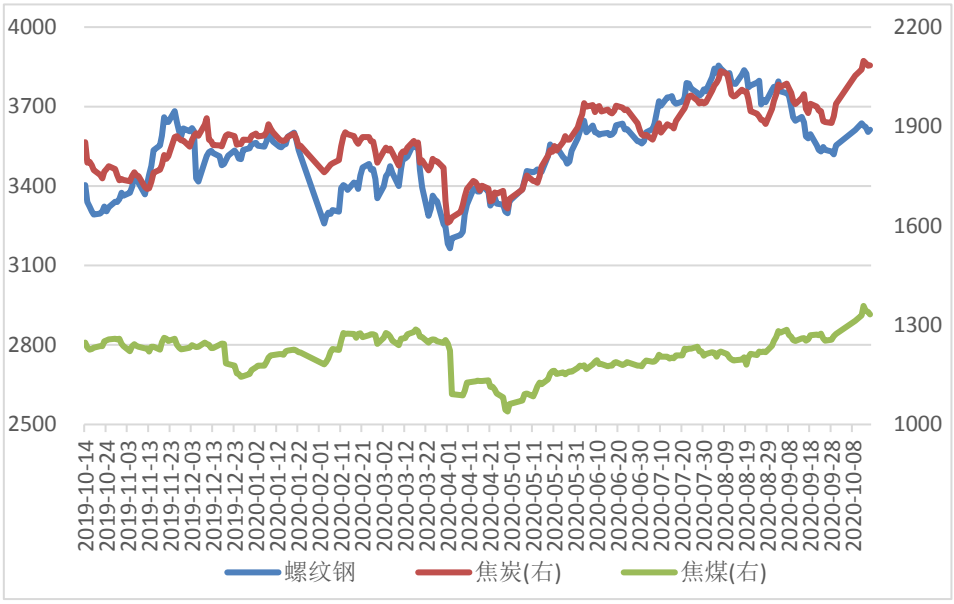
全球经济下滑的担忧也打压原油需求前景，施压油价。国际货币基金组织（IMF）13 日发布《世界经济展望报告》，预计 2020 年全球经济将萎缩 4.4%。报告认为，随着经济逐步重启，全球经济正走出低谷。但由于部分地区疫情蔓延加速，很多经济体自 8 月起放慢经济重启步伐；疫情带来的衰退对全球经济造成严重伤害，全球经济复苏前路漫长且易受挫折。2021 年全球经济虽有望增长 5.2%，与 6 月份预测相比下调了 0.2 个百分点。

根据过往经验判断，欧美疫情二次反弹，尽管欧美国家重新开始疫情封锁以遏制疫情快速传播，但疫情不会在短时间内有好的扭转，对经济的不利影响还将持续一段时间，加上美国新财政刺激方案和美国大选带来的较多不确定性，美国经济的复苏将更加难上加难，未来油价大幅上涨的可能性基本不存在，我们预计油价仍将在当前每桶 40-45 美元的窄幅区间内震荡。

3.4 黑色产业链分析：下游市场需求保持旺盛，双焦价格继续上涨，螺纹钢价格略有下跌

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周同期每吨微涨 1 元，或 0.03%，收报于 3613 元/吨，但全周累计下跌 0.66%；焦炭价格每吨上涨 31 元，或 1.51%，收报于 2084.5 元/吨，全周累计上涨 0.63%；焦煤价格每吨上涨 20 元，或 1.52%，收报于 1332.5 元/吨，全周累计上涨 0.23%。

图 17：螺纹钢价格下跌，双焦价格继续上涨（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

随着中国经济继续复苏，基建和房地产行业建设均加快建设步伐，使得对螺纹钢的需求增加，产量库存出现双降。本周螺纹钢产量 359.61 万吨，较上周下降 1.16 万吨；总库存（社库+厂库）1115.97 万吨，较上周大幅下降 83.93 万吨，合并计算，本周螺纹钢表观消费量大幅回升至 443.5 万吨。但考虑到临近年底，全国气温逐渐转冷，广东等一些地区颁布了建筑工地停工的命令，需求的持续性仍值得关注，后期需求或将不及预期，市场可能会以高库存进入冬储，这对螺纹钢期货价产生承压。此外，焦炭价格的连续上涨，导致螺纹钢生产成本不断增加，侵蚀螺纹钢的利润，也对螺纹钢价格产生了不利影响。

此前焦炭市场已经经历四轮提涨合计 200 元，焦企盈利情况良好，生产积极性高，出货情况也比较不错，场内库存延续低位。下游钢厂高炉产能利用率持续处于高位水平，厂内焦炭库存多处合理水平，个别钢厂库存相对偏低，短期焦炭需求仍有支撑。但考虑钢材市场近期有走弱迹象，以及钢厂利润低位，后期焦炭价格上涨空间可能受到压制，应以震荡偏强思路对待，注意回调风险。焦煤价格的上涨主要是受到两方面的支撑：一是上游煤炭已接近冬季，加上今年可能是一个冷冬，市场采购需求较旺盛，导致近期价格持续上涨；二是继前期收紧海关政策后中国开始停止从澳大利亚进口煤炭，导致国内煤炭供应变得紧张。预计短期内焦煤价格仍有进一步上涨的空间。

3.5 人民币兑美元汇率分析：人民币汇率本周强势上涨，但因央行下调外汇风险准备金率，人民币升值势头出现暂缓

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.7332，较上周上涨 0.68%。即期汇率报 6.6982，较上周上涨 0.23%。美元指数报 93.7027，本周涨 0.74%，结束两周连跌走势。

国庆长假后的首个交易日（10 月 9 日），人民币汇率强势上涨，在岸人民币对美元涨近 1100 点，在岸、离岸人民币双双升破 6.70 关口，创 2019 年 4 月以来新高。但短期来看有两个因素可能使得人民币汇率升值趋势暂缓甚至会小幅回吐涨幅：一是央行有意引导人民币升值趋势放缓。中国人民银行决定自 2020 年 10 月 12 日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20%下调为 0。外汇风险准备金制度首创于 2015 年 10 月，核心是银行在向客户进行远期售汇时需要向央行缴纳一笔准备金，其本质是通过增加银行在远期售汇时的交易成本，降低社会对外汇的需求，从而抑制人民币汇率的贬值预期。一旦将远期售汇业务的外汇

风险准备金率降至 0，这有利于减低金融机构在远期售汇时的交易成本，使得人民币汇率倾向于双向波动。二是美国大选带来不确定性，美元汇率可能受益于市场风险攀升而反弹。

人民币短期内大概率是震荡走势，与此同时仍应防范美国大选可能导致的汇率回调风险，预计人民币汇率将在 6.6-6.9 的宽幅区间内波动。

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：美元指数本周结束跌势



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

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	中央政治局会强调，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。资金利率中长期仍将延续下行趋势，红利型股票吸引力上升。同时国内宏观经济延续修复态势，6 月工业企业利润增速进一步提升，价值型公司的盈利有望逐步恢复。看好价值型股票的中长期投资价值，维持超配评级。重点关注金融、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。半年报业绩进一步成为短期股价催化剂。但中长期而言，短期估值水平过高带来阶段性估值压力风险，短期存在一定估值透支成长；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、在疫情后成长快速恢复的公司。
	金融	超配	金融板块估值处于历史极低水平，尤其是银行、保险及地产类龙头公司，受益经济持续修复，资产质量有望夯实，业绩

			仍有保障、股息率高，长期配置价值明显；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，龙头公司迎来发展新契机。考虑到，可能受益于市场从成长风格向价值风格切换的投资机会，维持超配。重点关注板块中的优质龙头公司。
	科技	标配	科技产业发展是建立我国经济全球竞争力的最重要依靠，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，有望延续高成长。考虑到，当前优质科技股估值短期普遍偏高，暂维持标配。建议在估值水平回落后增加配置，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	中央政治局会议正式提出“国内大循环”，内需消费和服务成为国内经济增长的最核心驱动力。大消费领域是国内最具持续性增长潜力的领域。随着国内居民收入提升，达到或接近中等发达国家水平，购买力释放，大消费领域前景广阔；国内消费品牌企业在长期竞争中脱颖而出，质地优良，长期投资价值明显。考虑到，部分消费股受到市场追捧，短期交易过度拥挤，估值水平一定程度上透支了未来成长空间，暂维持标配。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	CPI 回升及 PPI 企稳，债券收益率回升，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	长端利率债短期仍然有一定下行空间，中期不利因素有环比改善的经济数据，回归常态的货币政策，保持汇率稳定的需要以及三季度的利率债供给，预计长端利率债以震荡为主。
	短端信用债	超配	城投短期仍安全，对于地产，关注政策边际调整之后，地产销售企稳带来的估值修复机会，以及部分土储布局合理、融资端边际变化的高收益龙头企业。
	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	A 股当前市场情绪有所回落，转债市场仍处于结构性行情中，主要仍关注 alpha 带来的盈利转债市场仍处于结构性行情中，主要仍关注 alpha 带来的盈利，建议关注以下主线：（1）消费龙头，特别是食品饮料等必需消费；（2）科技板块，特别是与在线经济、无接触经济相关的领域；（3）医药生物；（4）享受资本市场改革红利的券商。此外，建议持续关注即将发行和上市的优质新券，尤其是与前述主线相关的转债。
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	超配	近期黄金波动略大，但是从中期来看，海外经济面临衰退风险，疫情全球扩散雪上加霜，而美联储紧急降息或意味着全球宽松潮到来，实际利率仍将处于下行区间。金价上涨趋势不改，短期关注疫情变化、石油价格、交易拥挤等扰动因素。

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。
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。