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：海外避险情绪回升，债市情绪依旧谨慎（2020.09.21-2020.09.25）

金融市场分析周报　　2020 年 9 月 28 日

摘要

- **欧洲疫情出现反复：部分欧美国家疫情快速反弹，防疫措施或将继续收紧，经济复苏速度减缓。**由于防疫措施不严格和过早解除封锁措施，部分之前较严重的欧洲国家疫情再次恶化，法国、西班牙等欧洲国家新增病例甚至超过 3 月高峰时期，俄罗斯、英国等其他欧洲国家疫情近期也出现反弹迹象。为避免疫情二次蔓延，英国、德国等国家已宣布收紧一些社交防疫措施，未来或随着疫情恶化而继续收紧，这使得本已放缓的经济复苏形势受到更多不确定性的冲击，全球资本市场价格震荡加大。

- **工业企业利润：工业企业利润延续高增长态势，但转正仍面临一定压力。**8 月工业企业生产经营状况继续好转，利润状况延续高增长态势，同比保持较高增长水平，但 1-8 月累计利润同比仍为负增长。三大行业利润均有改善，其中采矿业利润修复明显。前 8 个月工业企业营业收入和利润增速尚未转正，应收账款增速持续上升，同时国内外环境复杂多变，企业盈利持续稳定增长仍面临一定压力。
- **资金面及央行公开市场操作：本周央行加码流动性投放，缓解资金面偏紧局面，四季度随着供给压力叠加银行结构性存款压降压力的缓解，资金面状况有望进一步好转。**央行公开市场净投放 5600 亿元，本周资金面由紧转松，周一全天维持紧张态势，随着央行流动性加码后，资金面偏紧局面得到缓解，季末流动性较为紧张，公开市场操作有助于平抑资金面短期波动，但较难补充银行长期资金缺口。资金价格方面，隔夜与 7d 银行间回购利率逐步走低，跨季资金价格仍然居高不下。随着四季度流动性状况的进一步好转，资金面波动性有望降低，货币市场利率的平稳也会进一步向债券市场传导，平抑债市的波动性。
- **利率债：债券市场仍然以国内基本面及货币政策走向为主导因素，长端利率债短期难以有趋势性机会，可关注 3 年期及 5 年期品种。**当前债券市场面临的利空因素主要有经济修复、货币政策松紧适度短期难以逆转、短端收益率制约长端空间、银行负债压力较大、债券供给扰动、理财过渡期整改等非基本面因素。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。
- **可转债：全周转债市场随权益市场缩量下跌，预计权益市场短期仍以震荡为主，继续看好周期、可选消费、科技成长、金融等行业。**本周权益市场缩量下跌，军工板块收涨，家电、纺服板块跌幅相对较小，有色、汽车、煤炭、建筑板块领跌，可转债市场整体随权益市场下跌，受市场整体情绪回落、短期负面消息、缺乏卖方覆盖等影响，近期上市新券普遍低估。预计权益市场短期仍以震荡为主，建议转债投资继续保持偏中性仓位，近期重心仍在个券/板块轮动等结构性机会的把握上，继续看好周期、可选消费、科技成长、金融等行业。

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： 本周市场单边调整，弱势明显，短期震荡为主，适当控仓，继续看好航空、电影、酒店等可选消费。**上证综指以 3219 点报收全周跌 3.56%；量能环比持续萎缩，创出 7 月份以来新低，人气低迷。包括国庆长假因素、近期 IPO 融资加速、美国 11 月份大选前海外股市或波动加剧，中美关系不确定性等不利因素同时冲击，尤其是海外不利因素的发酵对市场构成较大压力。短期看压力仍尚未充分消化，同时叠加长假前资金仍有较强流出意愿，预期市场短期仍以震荡为主。投资上，节前宜注意控制好整体仓位；市场风险偏好维持低位，高估值个股存在估值回归压力，相关风险注意规避；板块配置方面，继续看好航空、机场、电影、酒店、旅游、餐饮等前期受疫情冲击大的可选消费板块。

- **黄金：受欧洲疫情再次恶化及经济复苏放缓影响，黄金遭遇抛售后大跌。**本周似乎又重现了 3 月疫情在全球范围内刚爆发时以及 OPEC+石油价格战下全球市场遭遇抛售而导致各商品价格全线下跌的情景，受欧洲疫情再次恶化及经济复苏放缓的影响，投资者避险情绪明显提升，纷纷买入美元，金价大跌。不过每次大跌之后，必然会迎来一波强力反弹，而且市场整体避险情绪的提高会在未来提升黄金的价格。预计未来一至两周内，金价仍有进一步下跌的可能，但之后金价或将反弹至每盎司 1900 美元以上。

- **原油：欧洲疫情二次爆发打击原油需求前景，同时供给预期增加，油价下跌。**供需两方面变化均导致本周油价下跌，一是欧洲疫情加速恶化，投资者担心疫情再次爆发，原油需求前景受打击，从而开始恐慌性抛售原油期货；二是原油市场供给预计将有所增加，近日利比亚陆续重启油港和油田，产量将恢复至 30 万桶/日，这给油价造成压力。欧洲疫情加重及主要经济体复苏放缓均对油价造成打击，不过受 OPEC+减产努力的支撑，油价基本能够保持在每桶 40 美元之上，预计今年内油价大幅上涨或下跌的可能性均不大，将在每桶 40-45 美元内波动。

- **黑色产业链：受外围市场避险情绪影响，黑色产品价格均下跌。**受节日效应影响，节前包括螺纹钢在内的建材成交有所好转，现货市场价格仍以稳为主，但螺纹钢期货市场价格出现下跌，明显受到外围市场避险情绪影响，投资者偏向看空。焦炭第三轮提涨已全面落地，近期焦炭期货价格震荡波动较大，主要是受铁水减产预期的影响。焦煤现货市场稳中偏强运行，国内和进口煤价格均有探涨。双焦价格短期内或以维持震荡运行为主。

- **人民币汇率：人民币汇率小幅回落，后期仍有进一步走强空间。**受本周美元指数低位震荡影响，人民币汇率小幅回落。本周人民币汇率波动是正常的双向波动。受当前世界经济发展不确定、国际关系不明朗等影响，下一步我国发展或受一定影响，7 月、8 月中国经济继续稳定恢复说明我国宏观政策的积极成效在不断显现，我国有望实现年度主要预期目标，全年经济有望实现正增长，叠加政策引导和市场乐观预期，这将进一步支撑人民币汇率市场的乐观情绪，推动升值态势。

风险提示：货币政策超预期收紧

目录

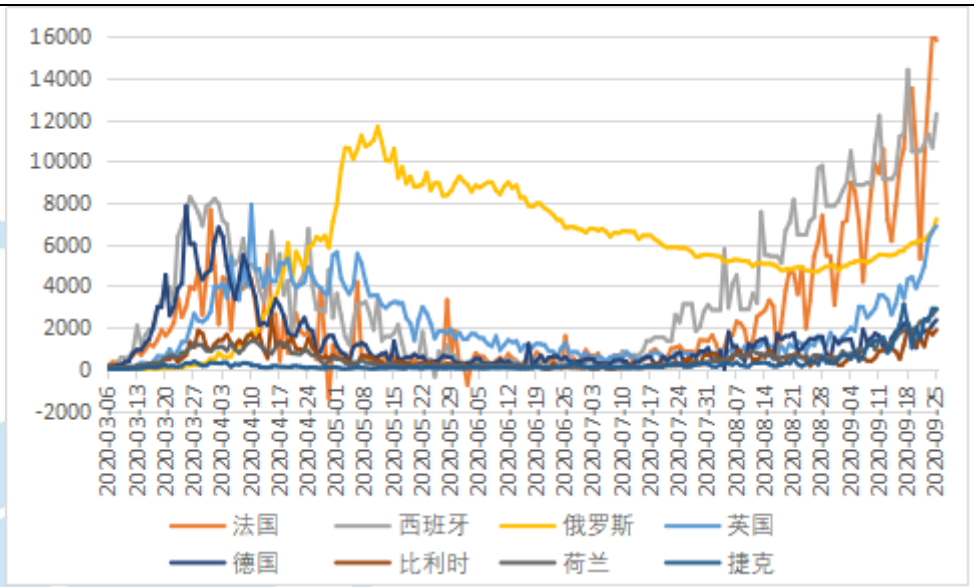
一、 本周重点经济数据分析.....4
1.1 全球疫情概况.....4
1.2 8 月工业企业利润.....5
1.3 本周要闻.....7
二、 固定收益市场分析.....7
2.1 资金面分析.....7
2.2 利率债走势分析.....9
2.3 存单与信用债分析.....10
2.4 可转债分析.....11
三、 主要资产价格分析.....13
3.1 权益市场分析.....13
3.2 黄金市场分析.....15
3.3 原油市场分析.....15
3.4 黑色产业链分析.....16
3.5 人民币兑美元汇率分析.....17

一、 本周重点经济数据分析

1.1 部分欧美国家疫情快速反弹，防疫措施或将继续收紧，经济复苏速度减缓

由于防疫措施不严格和过早解除封锁措施，部分之前较严重的欧洲国家疫情出现“死灰复燃”。早在7月，法国、西班牙等欧洲国家的新增病例就开始趋于增加，法国新增已经超过西班牙，是新增最多的国家，截止到9月25日的一周内，平均每天新增约1.2万例，西班牙平均约1.1万例，疫情新增状况甚至比3月高峰时还要严重。进入9月欧洲疫情加速恶化，俄罗斯、英国、德国等越来越多的其他欧洲国家疫情也出现反弹迹象。在经历两波疫情高峰后，全球确诊病例最多的美国疫情也有抬头趋势，至少有22个州的新增病例在上升，大部分位于美国中西部和内陆地区。

图 1：欧洲主要国家每日新增病例数趋于上升（例）

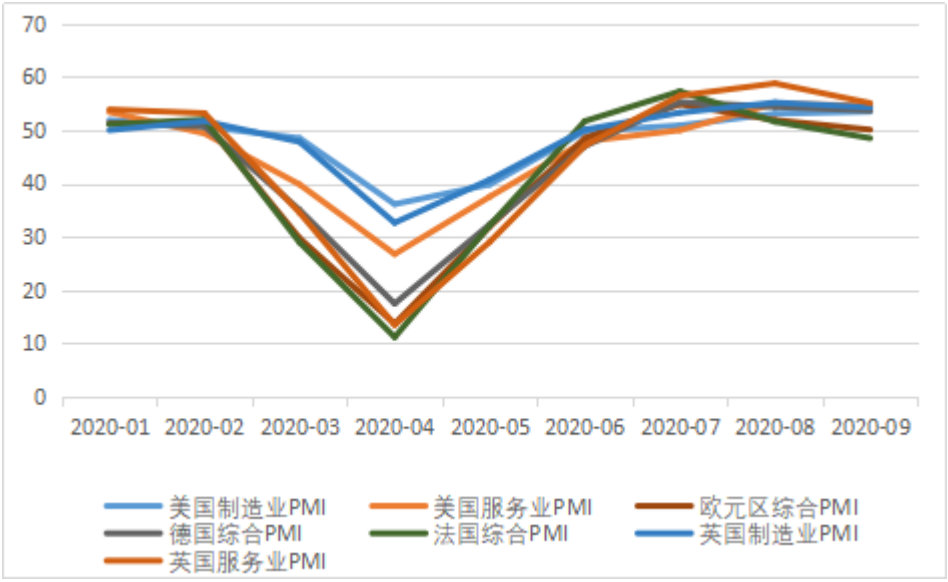


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

为应对疫情反弹，大部分国家陆续宣布收紧社交防疫措施，但对选择封城则比较谨慎。英国政府22日宣布了新的防疫措施，包括对俱乐部和酒吧餐厅实施宵禁、鼓励工人尽量在家办公、鼓励民众佩戴口罩并保持社交距离等。德国和法国政府还开设了专门的发热门诊，以此来加大检测速度和扩大监测范围。如果新增病例继续保持快速增长，预计一些欧洲国家将进一步收紧防疫措施，不排除采取较严格的封城的可能性。

防疫措施的再次收紧将对来之不易的经济复苏形势产生不利影响。可以看到，受疫情反弹的部分影响，最近公布的欧洲国家的9月PMI数据已经显示出经济复苏速度开始放缓的迹象，整个欧元区Markit综合PMI从8月51.9下降1.8个百分点至50.1，十分接近荣枯线，法国综合PMI已下降至48.5的萎缩区间。多数欧洲国家的制造业继续加速复苏，但服务业已大幅放缓或者衰退。美国因为持续受到疫情蔓延的严重冲击，经济在三季度才开始复苏，9月制造业PMI53.5，为去年1月以来的最大值，但服务业PMI54.6，较上个月下降0.4个百分点，也出现放缓迹象。

图 2：欧美主要国家经济恢复速度正在放缓（%）

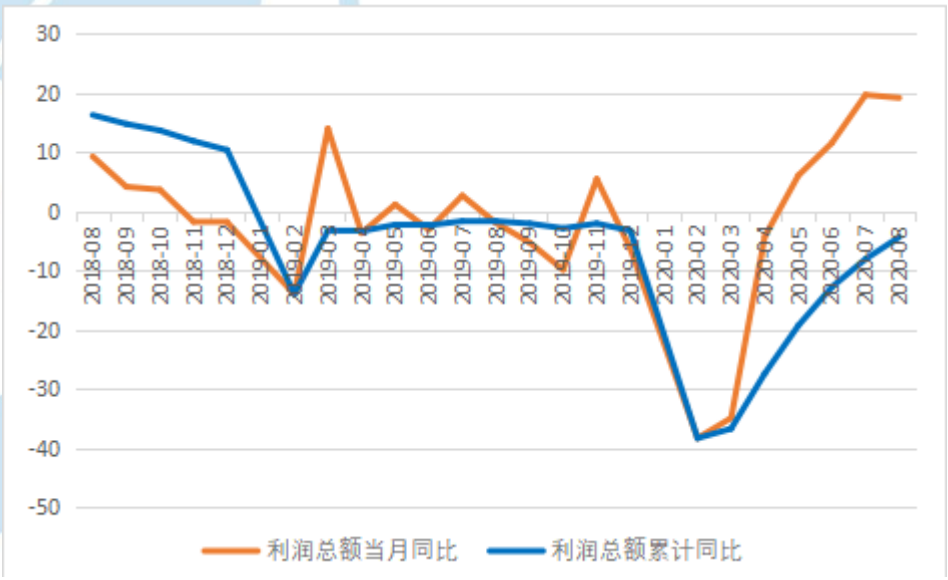


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.2 8 月工业企业利润延续高增长态势，但转正仍面临一定压力

国家统计局 9 月 27 日发布的工业企业利润数据显示，工业企业生产经营状况继续好转，利润状况延续高增长态势，8 月规模以上工业企业利润同比增长 19.1%，较 7 月回落 0.5 个百分点，但仍保持较高增长水平，且连续四个月同比增长；1-8 月规模以上工业企业利润累计同比仍为负增长，同比下降 4.4%，降幅较 1-7 月收窄 3.7 个百分点，有望于四季度转正。统计局解读称，8 月生产和需求均稳定恢复，工业生产者价格指数继续回升，企业生产规模扩张，有力支撑了利润的稳定增长，但 1-8 月工业企业营业收入和利润增速尚未转正，应收账款增速持续上升，同时国内外环境复杂多变，企业盈利持续稳定增长仍面临一定压力。

图 3：8 月工业企业利润同比保持稳定增长（%）

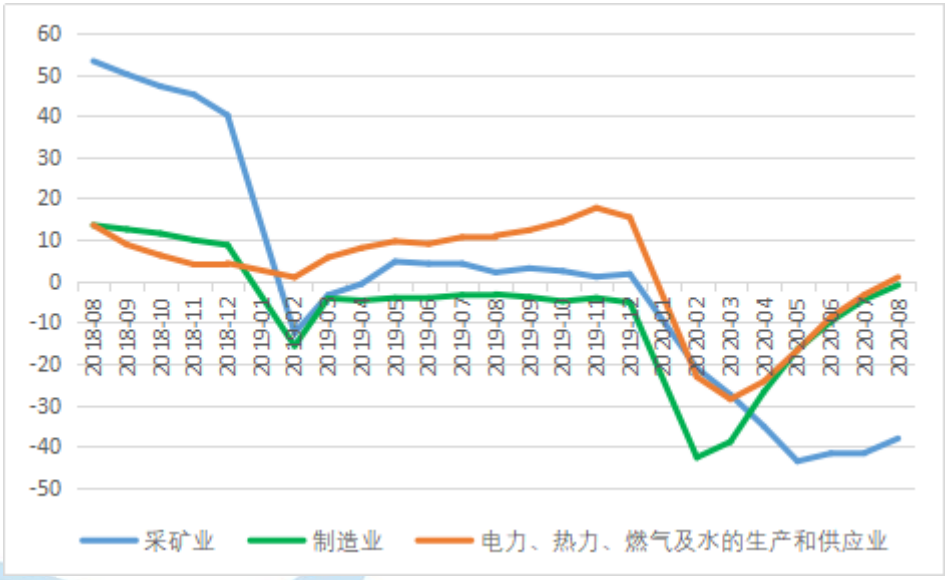


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

三大行业利润均有改善，采矿业利润修复明显。受需求回暖提振，原油、铁矿石、有色金属等大宗原材料价格持续回升，8 月采矿业利润同比下降 11.9%，降幅比 7 月大幅收窄 28.7 个百分点，但 1-8 月累计

同比仍下降 38.1%；制造业利润累计下降 1%，降幅收窄 3.5 个百分点；电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润累计同比由负转正，增长 0.9%，提高 4.2 个百分点。

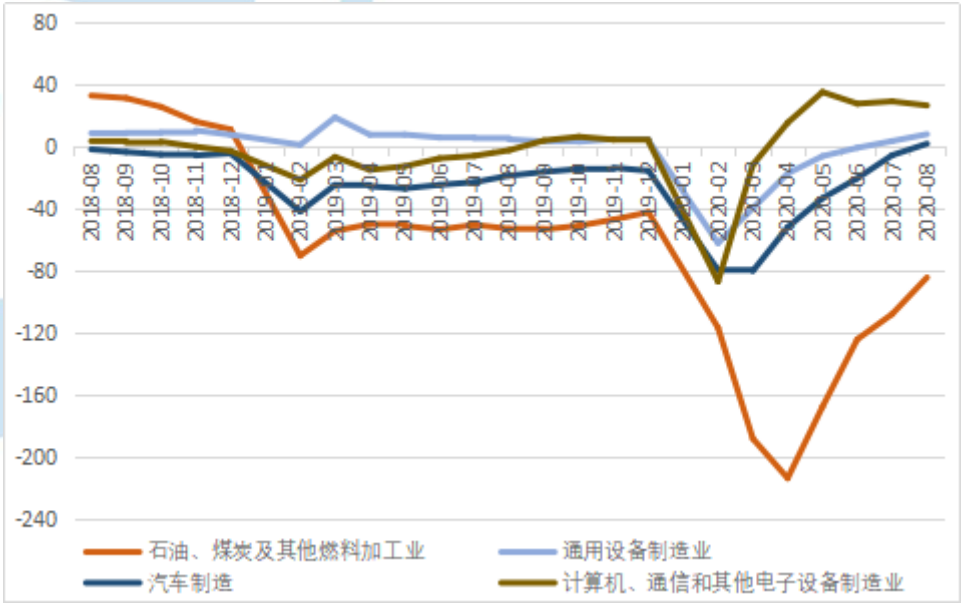
图 4：三大行业利润均有改善（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

41 个工业大类行业中，有 16 个行业利润总额同比增加，较 1-7 月增加 4 个（纺织业，汽车制造，电力、热力的生产和供应业，水的生产和供应业）。统计局称，8 月装备制造业、原材料制造业利润同比分别增长 23.1%、32.5%，分别拉动工业企业利润增长 8.1 个和 6.7 个百分点。1-8 月，受益于原油、煤炭等能源价格不断上升，石油、煤炭及其他燃料加工业累计同比下降 84.4%，较 1-7 月大幅回升 23.5 个百分点；尽管生产增速回落、投资收益减少等使得 8 月汽车行业利润增速环比回落，但仍保持较高增长，拉动 1-8 月汽车制造累计同比由负转正，同比增长 1.5%，较 1-7 月上升 7.4 个百分点；因为疫情解封和恢复正常办公，升级类电子产品需求增长放缓，推动电子行业利润增长 26.1%，增速较 1-7 月回落 2.6 个百分点。

图 5：能源加工、汽车制造等行业利润继续恢复（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.3 本周要闻

1）中国国债将纳入富时罗素指数

继中国债券纳入彭博巴克莱全球综合指数（BBGA）、摩根大通全球新兴市场多元化指数（GBI-EM）之后，9 月 25 日，富时罗素宣布从 2021 年 10 月份起将中国债券纳入富时世界国债指数（WGBI）。对此，中国人民银行有关部门负责人表示，这充分反映了国际投资者对中国经济长期健康发展的信心，也反映了国际投资者对中国坚定不移推动金融市场改革开放的认可。此举将引导更多海外机构投资者认识中国金融市场，配置中国债券，吸引更多资金流入。

2）恒大集团公告辟谣资金链传闻

9 月 24 日，一则疑似中国恒大集团“内部文件”的流出，这份落款时间为 2020 年 8 月 24 日的《恒大集团关于恳请支持重大资产重组项目的情况报告》中，透露了恒大陷入了严重的资金链问题，并指出由此可能引发的一系列对市场、对民生的严重影响。对此，恒大当晚即发出“严正声明”进行辟谣，表示此“内部文件”是造谣行为，并已报警。9 月 25 日晚，恒大二次发出公告，用数据反驳市场的疑虑。

3）国联证券收购国金证券疑涉内幕交易，证监会已启动核查程序

近日，国金证券、国联证券两家公司合并公告发布前，股价出现拉升涨停现象，引发市场高度关注，质疑其涉嫌内幕交易。9 月 25 日的发布会上，证监会新闻发言人就此作出回应，证监会已关注到有关情况，目前，证监会已根据相关规定，要求公司自查、提交内幕信息知情人名单，并启动核查。

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 5600 亿元，四季度随着供给压力叠加银行结构性存款压降压力的缓解，资金面状况有望进一步好转

1）央行的公开市场操作：央行公开市场净投放 5600 亿元

本周一至周五公开市场操作净投放 4800 亿元，逆回购投放 9000 亿元（7d 4000 亿，14d 5000 亿），逆回购到期 4200 亿元；考虑国库现金定存 800 亿元，全口径净投放 5600 亿元。

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	-800	0	-1200	-1100	-1100
7 天	1000	2000	1000	0	0
14 天	400	1500	1000	1200	900
TMLF（投放）366D	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	800	0	0	0	0
净投放	1400	3500	800	100	-200

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：本周央行加码流动性投放，缓解资金面偏紧局面

本周资金面由紧转松，周一全天维持紧张态势，随着央行流动性加码后，资金面偏紧局面得到缓解，季末流动性较为紧张，公开市场操作有助于平抑资金面短期波动，但较难补充银行长期资金缺口。负债端承压之下，银行加大同业存单发行，尤其是城商行和股份制银行，最近两周同业存单发行规模扩大。同时，

银行资金融出减少，甚至还在赎回资金，这加大了非银机构的流动性压力，“负债荒”逐步凸显。 资金价格方面，隔夜与 7d 银行间回购利率逐步走低，跨季资金价格仍然居高不下。

表 2：本周货币市场利率（%）

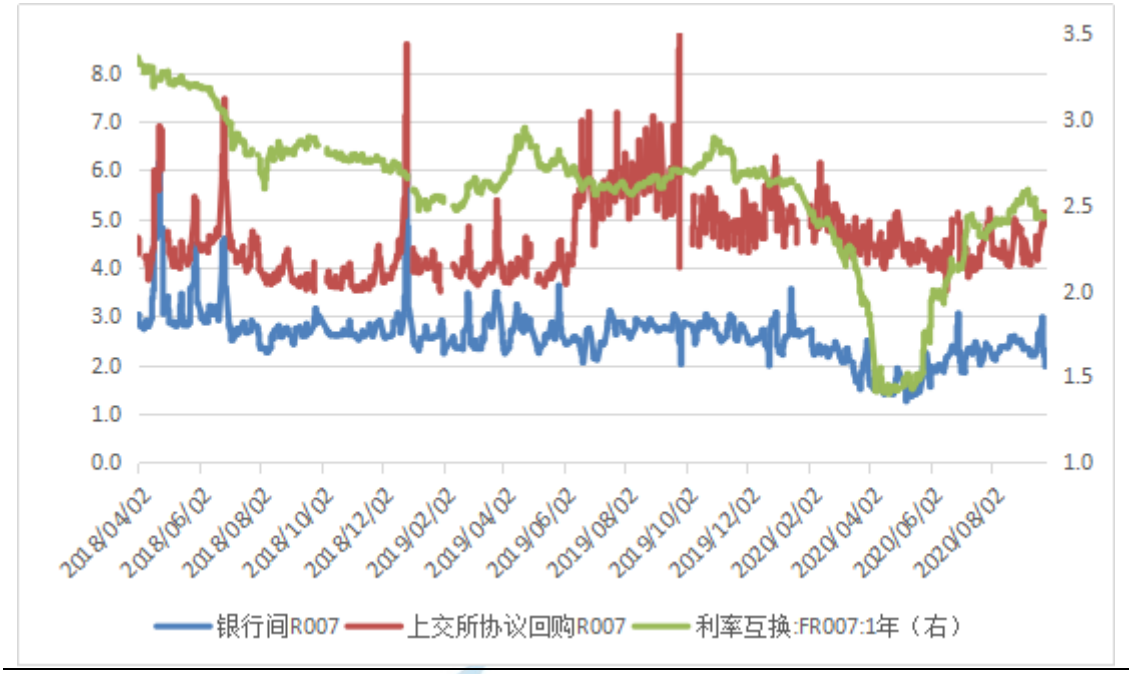
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	2.4320	2.4360	1.9109	1.4667	1.0967
	R007	2.8206	2.9743	2.3142	2.1869	1.9680
	R014	2.8253	3.0215	3.1792	3.1239	3.1775
	R021	3.2287	3.5031	3.3707	3.3821	3.3963
	R1M	2.8211	3.2995	3.0561	2.9885	2.9669
上交所协议回购	206001	4.7200	4.1730	3.9940	4.1280	4.2000
	206007	4.8800	4.8340	5.1300	4.8930	5.0990
	206014	5.0670	5.5560	5.5570	5.5000	5.4630
	206021	4.7330	5.0940	5.3650	5.3170	5.2400
	206030	5.3820	4.9480	5.1050	5.0820	5.0210
利率互换定盘：1Y	FR007	2.4303	2.4305	2.4356	2.4273	2.4400

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： 后续来看，四季度随着供给压力叠加银行结构性存款压降压力的缓解，资金面状况有望进一步好转

后续来看，四季度随着供给压力叠加银行结构性存款压降压力的缓解，资金面状况有望进一步好转。央行保持灵活适度的公开市场操作下，仍会在月中、季末等特殊时点加大结构性工具的投放，以平抑资金面的扰动，并引导货币市场利率向 OMO 操作利率靠拢。目前来看，短端的隔夜和 7 天回购利率基本已经回归至央行合意水平，而稍长端的货币市场利率，国股行 1 年期同业存单的发行利率，也基本回归至 2.95%-3%附近，与 1Y 期 MLF 利率持平。随着四季度流动性状况的进一步好转，资金面波动性有望降低，货币市场利率的平稳也会进一步向债券市场传导，平抑债市的波动性。

图 6：本周资金面由紧转松（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析：本周长债依旧震荡，长端利率债短期内难有趋势性机会，关注 3 年期和 5 年期品种

1）利率债走势复盘：债市情绪依旧谨慎，长债收益率先下后上

本周，各期限国债期货价格涨跌不一。5 年期国债期货主力合约 TF2009 价格为 99.9250，较上周下降 0.03%。10 年期国债期货主力合约 T2009 价格 98.1000，较上周上涨 0.24%。2 年期国债期货主力合约 TS2009 价格为 100.3350，较上周下降 0.05%。

本周现券走势和资金面以及风险偏好有些脱离，央行公开市场操作是影响市场情绪的主要原因，资金逐渐宽松的背景下，长债收益率明显上行。周初资金面延续上周紧张态势，长债收益率在欧洲疫情再度蔓延，国内外股票市场下跌的消息下下行明显，随后几个交易日在央行连续大额净投放下资金面逐渐转松，月内资金价格明显回落，跨季资金依旧紧俏，然而在资金面逐渐缓和的背景下，央行的净投放逐日减量，至周五转为净回笼，长债收益率掉头向上，周五早间富时罗素宣布中国国债将自明年 10 月起正式被纳入世界政府债券指数，这一消息对市场影响甚微，依旧没能挽救债市的恐慌，当日 200006 全天上行 5bp。全周十年国债活跃券 200006 累计上行 1.75bp 至 3.1314%，十年国开活跃券 200210 累计上行 3.75bp 至 3.715%。

图 7：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：债市不利因素仍多，长端利率债短期内难有趋势性机会，关注 3 年期和 5 年期品种

海外避险情绪升温对国内债市影响甚微，债券市场仍然以国内基本面及货币政策走向为主导因素。近期海外市场动荡加剧，欧洲股市由于疫情数字再次急升引发疫情二次爆发担忧而大幅下跌，美股由于美联储无法进一步宽松而财政刺激依旧停摆而引发大幅下跌，带动海外市场风险资产普跌，市场风险偏好回落，但是对于国内债市情绪影响甚微。当前国内经济仍处在修复过程中、8 月有所加快，疫苗的出现可能强化复苏预期。当前影响债市走势的最主要因素仍是货币政策的走向，从近期央行公开市场操作的情况来看，央行虽有意维护跨季资金面稳定，但操作上却偏谨慎，资金价格回落之后，随即开始净回笼，充分显示出货币政策仍旧以“适度”作为主基调，当前地产销售及投资依旧火热意味货币政策重新转松的概率小，这一轮货币政策调控是精准施策，讲究适度，所以不是简单收紧，这种情况下政策仍有边界，公开市场操作意在维持 DR007 在 2.2%上下波动，同时在降低融资成本的要求下，年内还不具备继续明显收紧的基础。

长端利率债短期难以有趋势性机会，可关注 3 年期及 5 年期品种。当前债券市场面临的利空因素主要有经济修复、货币政策松紧适度短期难以逆转、短端收益率制约长端空间、银行负债压力较大、债券供给扰动、理财过渡期整改等非基本面因素。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。

2.3 存单与信用债分析：各期限存单收益率重回上行，信用债收益率下降

1）一级市场发行：存单发行量与信用债发行量较上周均下降

本周同业存单发行量较上周有所下降，本周存单发行量约 3,729.50 亿元，较上周发行量下降 28.97%。本周存单到期量为 3,455.70 亿元，较上周到期量下降 20.66% 。

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 3,778.83 亿元，较上周环比下降 37.71%。

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 14.49bp，3M 期存单收益率较上周上涨 7bp，6M 期存单收益率较上周上涨 6.32bp，9M 期存单收益率较上周上涨 5.58bp。

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 3.09bp、下降 0.02bp、下降 0.57bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别下降 4.09bp、下降 3.02p、下降 2.57bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别下降 2.09bp、下降 0.02bp、下降 2.01bp。

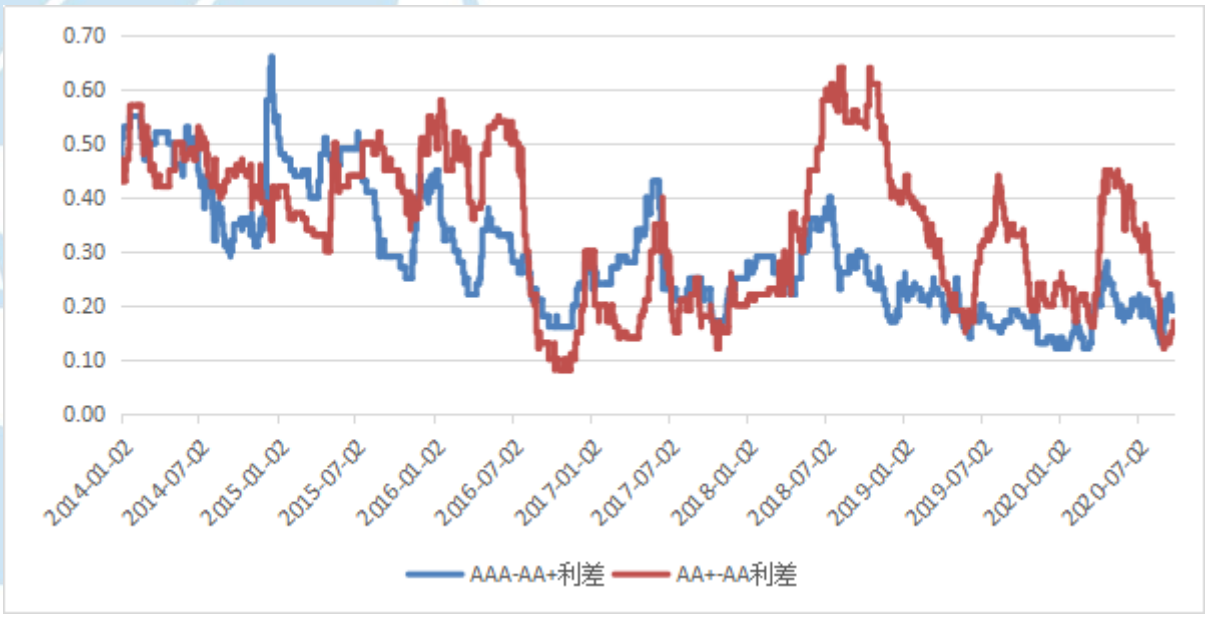
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	3.168	26.80%	-3.09
信用债(AAA):3 年	3.6847	31.80%	-0.02
信用债(AAA):5 年	3.961	32.20%	-0.57
信用债(AA+):1 年	3.318	22.30%	-4.09
信用债(AA+):3 年	3.875	30.90%	-3.02
信用债(AA+):5 年	4.201	28.90%	-2.57
信用债(AA):1 年	3.468	18.50%	-2.09
信用债(AA):3 年	4.045	23.00%	-0.02
信用债(AA):5 年	4.581	25.70%	-2.01

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，各评级信用利差涨跌不一，AAA 与 AA+信用利差较前周收窄 3bp 至 19bp，AA+和 AA 之间的利差较前周走阔 3bp 至 17bp。

图 8：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缩量下跌，预计权益市场短期仍以震荡为主，继续看好周期、可选消费、科技成长、金融等行业

1）可转债的走势复盘：权益市场缩量下跌，转债市场随之下跌，近期上市新券普遍低估

本周权益市场缩量下跌，上证指数本周收于 3219.42 下跌 3.55%，深证成指本周下跌 3.25%，创业板指本周下跌 2.14%，中小板指本周下跌 3.05%，本周军工板块收涨，家电、纺服板块跌幅相对较小，有色、汽车、煤炭、建筑板块领跌。可转债市场整体随权益市场下跌，本周上证转债下跌 2.11%至 316.72，深证转债下跌 2.06%至 255.68，中证转债下跌 2.10%至 355.74，其中，英科转债、康隆转债、比音转债、振德转债、广电转债等领涨，东音转债、三祥转债、盛路转债、起步转债、合兴转债等领跌。一级方面，本周奇正转债、东缆转债发行，精达转债、景 20 转债、万孚转债、宝莱转债于本周上市。近期上市新券的基本面资质总体不差，也不乏有细分领域龙头存在，同时其所属行业也并不边缘，但投资者对上市新券总体保持谨慎，除市场整体情绪回落外，短期负面消息、缺乏卖方覆盖可能也是其原因。

从近五年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，本周转股溢价率震荡小幅上行，隐含波动率依然处于震荡区间，转债市场整体较平稳。

图 9：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：预计权益市场短期仍以震荡为主，继续看好周期、可选消费、科技成长、金融等行业

目前市场震荡的逻辑仍在继续，蚂蚁金服等大型 IPO 即将发行，加上产业资本持续减持，股市供求可能成为新的关注点。考虑到疫苗研制、美国大选落地等因素，11 月后或是较佳的配置窗口，而明年一季度的春季躁动则更值得期待。策略方面，建议在趋势性机会出现前，继续布局顺周期、低估值及高股息蓝筹品种，上半年关注对疫情免疫品种，近日关注对美国大选免疫品种。后市主要风险点在于：（1）十一临近，长假效应或继续显现；（2）疫情二次爆发风险仍存；（3）股市赚钱效应不强且技术面仍不算有利。

转债绝对价位整体依然不低但近期仍在持续改善，新券定位大幅下降、存量品种安全边际提升提供更多选择。在注册制源源不断送来供给的情况下，投资者需要提防十一之后可能出现的阶段性供给冲击。因此，建议继续保持偏中性仓位，近期重心仍在个券/板块轮动等结构性机会的把握上，关注以下行业：（1）周期相关行业，宽信用周期下通胀修复的趋势已经形成，后续相关板块盈利弹性增大；（2）可选消费行业（如汽车、社服、旅游等），龙头公司业绩有望明显修复；（3）科技成长，市场在盈利的预期下给予了当前的高估值，寻找景气的细分领域为上；（4）金融仍是少数低估值板块。

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：短期震荡为主，适当控仓，继续看好航空、电影、酒店等可选消费

1) 权益市场走势复盘——本周单边调整，弱势明显

本周市场单边调整，弱势明显。上证综指以 3219 点报收全周跌幅 3.56%；同期深圳成指和创业板指也分别下跌 3.25%和 2.14%。盘面上，股指高开后一路走低，呈单边下跌态势；板块方面除生物医药板块略强外其余板块普遍下跌；个股方面呈普跌态势，尤其是高估值的中小市值个股短期跌幅较大。

人气低迷，资金持续流出。量能方面，两市合计成交 3.36 万亿元，环比再度萎缩近一成，其中周五两市成交仅 5700 亿元，不足前期高点的 1/3，创出 7 月份以来新低。资金也呈持续净流出态势，其中陆股通连续五个交易日净流出，周内累计净流出资金达 247.09 亿元；两市场内融资余额近期陷入增长停滞，截至 9 月 24 日为 14187 亿元，较前期高点减少近 200 亿元。

图 10：上证综指高开低走 成交持续走低 弱势明显

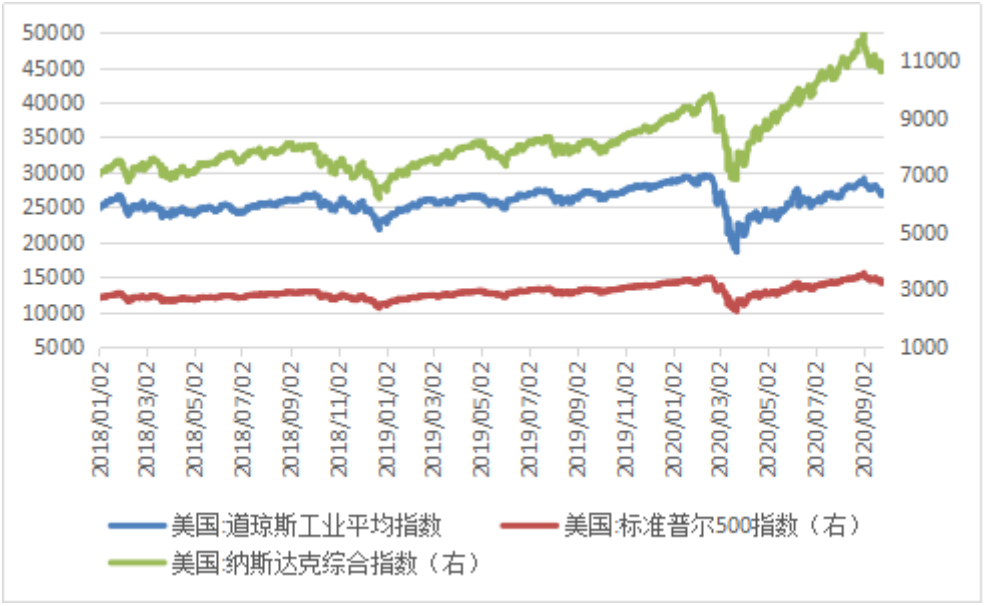


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

美股三大股指本周多数下跌，道指本周较上周下降 1.75%，报 27173.9600 点，标普 500 指数报 3298.4600，本周周跌 0.63%。两大股指均录得周线四连阴，为 2019 年 8 月以来的最长跌势。纳指报 10913.5600 点，本周周涨 1.11%,终结周线三连跌。

本周最后一天，美股三大股指单边上行，大幅反弹。而从周线来看，道指周线依然下跌，已经连续 4 周阴线，创一年多以来的最长跌势。科技股带动了市场整体行情的反弹，而最新数据显示科技类 ETF 近期遭遇了超 80 亿人民币资金的流出，这为科技股走势蒙上了一层隐忧。美股 9 月多舛，三大股指月初至今累计跌幅介于 4.4-7.3%。在经历了活跃的夏季之后，市场开始面对现实，投资者情绪有所降温，科技股正在全面修正其高估值。板块疲软也已蔓延至其他板块，市场充斥明显的避险情绪。

图 11：美股三大股指多数下跌



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——短期震荡为主，节前适当控仓，继续看好航空、电影、酒店等板块

如我们上周分析：市场短期抑制因素较多，包括国庆长假因素、近期 IPO 融资加速、美国 11 月份大选前海外股市或波动加剧，中美关系不确定性等。这些不利因素同时冲击，尤其是海外不利因素的发酵对市场构成了较大短期压力。

海外市场波动加大，美股再现大跌。受海外新冠疫情二次反弹、美联储货币宽松政策不再加码以及美国大选期间预期波动较大的不利影响，美股前半周持续下跌，前四个交易日道琼斯指数累计下跌 3.04%，纳斯达克指数下跌 1.12%。虽然周五美股有所反弹，但前半周的下跌已牵连港股市场，恒生指数周内大跌近 5%，其中中资股普遍跌幅较大，拖累相关 A 股表现。

海外新冠疫情二次反弹令人堪忧。英国近期新冠感染人数日增超过 6000 人，逼近第一波高峰；印度日增感染数超过 8 万人，巴西日增感染数超过 6 万人，持续高速增长。随着北半球进入第四季度，天气逐步转冷，市场对新冠疫情二次爆发的担忧持续加重，此类担忧在疫苗研制成功前恐难有效缓解。

美国大选的不确定性开始扰动资本市场。美国大选已经进入倒计时，特朗普究竟能否连任总统成为全球资本市场短期关注的焦点。据媒体报道，特朗普拒绝正面回应“如果败选是否会和平移交权力”，导致市场进一步加重了对选情的担忧。

国内因素方面，市场面临的短期融资压力不减。9 月 25 日，金龙鱼正式开始申购，发行价格 25.7 元/股，募资规模达 139.33 亿元，成创业板建立以来最大 IPO。再往后，中金公司已于 9 月 17 日发审委过会，蚂蚁金服于 9 月 18 日科创板过会，两家巨头都将进入发行期。此外，京东数科也正在推进 IPO。短期内 A 股面临的融资压力明显。

综上，尽管市场存在宏观经济复苏的中期利好支持，但短期内难以抵御上述压力，市场进入弱势格局。展望后市，短期压力尚未能充分消化，同时叠加下周为长假前三个交易日，资金仍有较强流出意愿，预期大盘短期仍以弱势震荡为主。考虑到长假期间海外不确定性较大，节前宜注意控制好整体仓位。短期市场风险偏好仍将维持低位，高估值个股存在持续的估值回归压力，配置上注意规避相关风险。

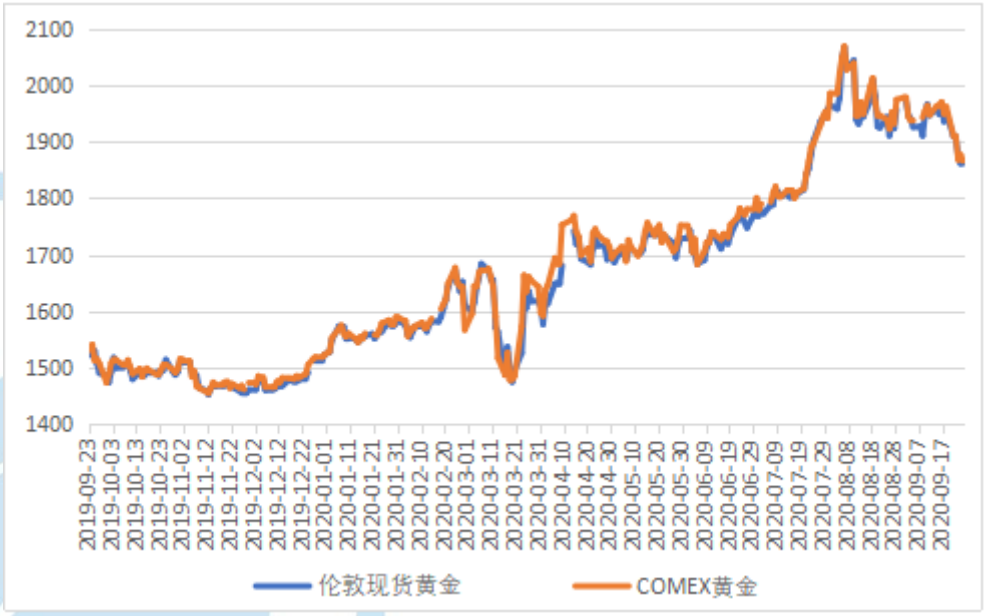
中长期策略上，我们不应被市场的短期弱势过度干扰，注意从中期角度做好分批布局。随着国内经济持续复苏，传统价值型龙头公司业绩持续向好，中期机会明朗。板块方面，继续看好航空、机场、电影、酒店、旅游、餐饮、交通等前期受疫情冲击大的可选消费板块。

同时，应看到战略新兴产业是我国经济潜在最大增长点，也是最大的长期投资机会所在。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（有核心技术、竞争力行业内领先和业务前景广阔得公司），若在市场弱势中出现短期大幅回调，将是立足中期角度进行分批布局的良好设计。

3.2 黄金市场分析：美元指数持续修复，黄金遭遇抛售后大跌

周五，伦敦现货黄金价格较上一交易日下跌 2.05 美元，或-0.11%，收报于 1859.7 美元/盎司，全周累计大跌 4.67%；美国 COMEX 黄金期货结算价下跌 10.6 美元，或-0.56%，收报于 1866.3 美元/盎司，全周累计大跌 4.88%，均创下半年来的单周最大跌幅。9 月以来，截止到 9 月 25 日，金价累计下跌约 5%。

图 12：本周金价大跌（美元/盎司）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

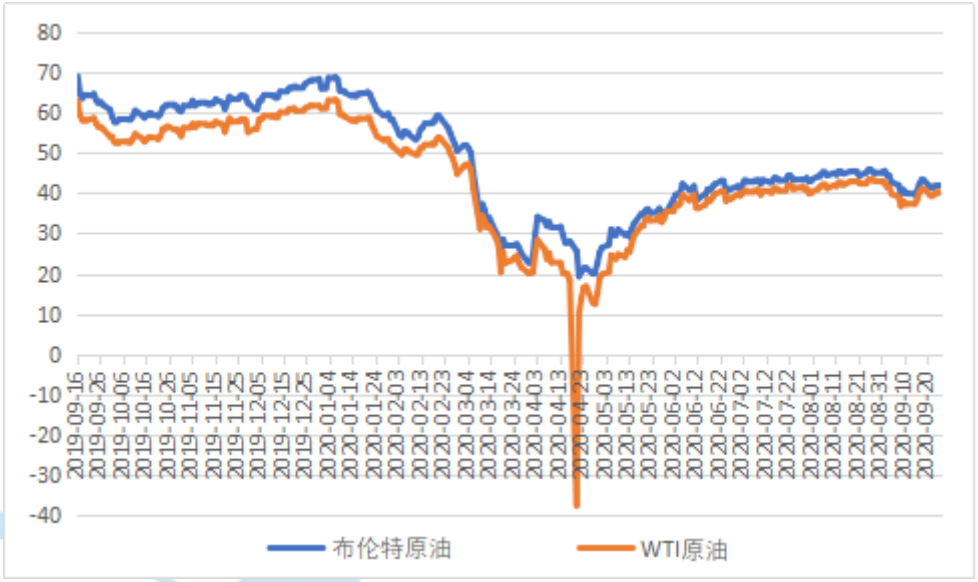
受欧洲疫情再次恶化及经济复苏放缓的不利影响，投资者避险情绪明显提升，纷纷买入美元，金价大跌。本周似乎又重现了 3 月新冠疫情在全球范围内刚爆发时以及 OPEC+石油价格战下全球市场遭遇抛售而导致各商品价格全线下跌的情景，黄金连同全球主要股指、石油和其他大宗商品的价格都出现大幅下跌，不过由于市场已经消化了部分预期，此次跌幅不如 3 月那么大。经验表明，欧洲疫情可能的再次大范围蔓延带来的经济封锁的不利影响是全方位的，会同时冲击供需两端，更重要的是打击投资者的信心和市场前景，导致其避险情绪增加。在刚过去的一周，金价累计下跌近百美元，并跌破每盎司 1900 美元的关键价位。同时，美元指数则大幅走强，上升至两个月以来的新高。总体看来，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短期黄金短期内将继续调整，控制风险观望为主。

从长期来看，美国及全球经济有继续下行压力，各国货币政策宽松基调不变，长期实际利率向下，全球地缘及金融风险频发，以及在央行购金需求持续的趋势下，黄金本轮大周期仍有支撑。

3.3 原油市场分析：欧洲疫情二次爆发打击原油需求前景，同时供给预期增加，油价下跌

周五，国际基准布伦特原油期货合约结算价下跌 0.02 美元，或-0.05%，收报于每桶 41.92 美元，全周累计下跌 2.85%；美国基准 WTI 原油期货合约结算价下跌 0.06 美元，或-0.15%，收报于每桶 40.25 美元，全周累计下跌 2.09%。9 月以来，截止到 9 月 25 日，布伦特油价累计暴跌约 7.4%，WTI 油价累计暴跌约 5.5%。

图 13：本周油价下跌（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

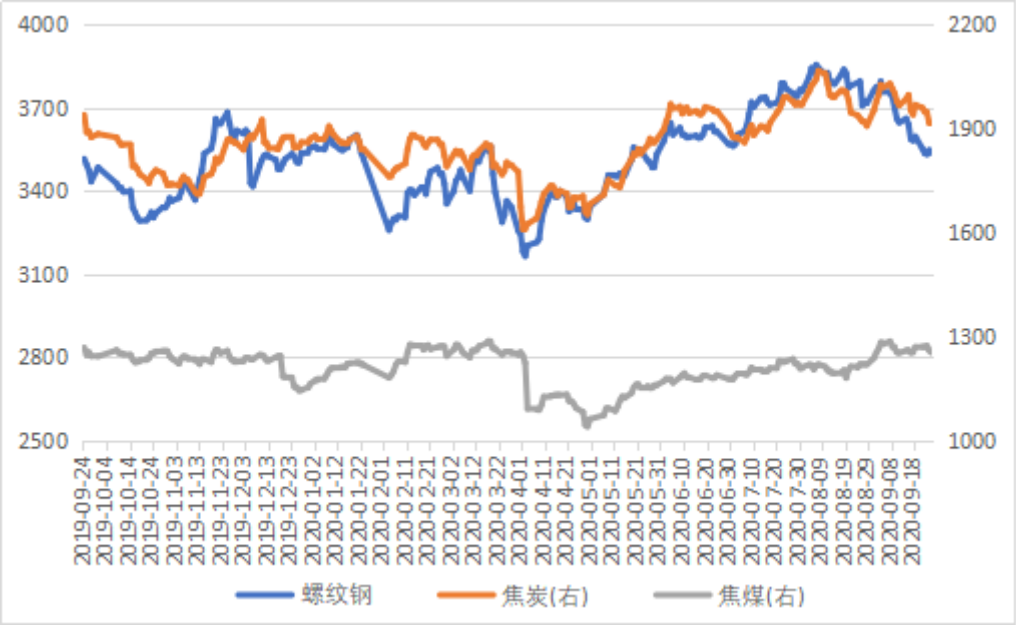
导致本周油价下跌的原因来自供需两方面。一是需求面，欧洲疫情加速恶化，法国和西班牙每日新增病例甚至超过 3 月高峰期的最大值，英国、德国等其他欧盟国家也在快速增加，投资者担心疫情再次爆发，经济恢复速度放缓，原油需求前景受打击，从而开始恐慌性抛售原油期货。二是供给面，原油市场供给预计将有所增加，近日利比亚国家石油公司陆续解除石油码头与油田的不可抗力，利比亚两个最大油港已经重新开放，其最大的油田 Sharara 于 9 月 20 号重启，其他油田也在缓慢重启中，预计 10 月利比亚产量将恢复至 30 万桶/日，这给油价造成压力。此外减产协议执行方面，伊拉克、尼日利亚等 OPEC+协议减产国在 5 月、6 月和 7 月的产量都超过了协议限定水平，沙特上周曾对此次进行批评和警告，要求年底前达成减产目标，但这似乎没有对油价产生较大的提振效果。

预计欧洲疫情每日感染人数还将继续增长，如果不采取严格的防疫措施，此次疫情爆发程度可能与上次 3 月份一样严重，甚至超过上次，未来疫情完全遏制仍主要依赖于疫苗。本来全球主要经济体的经济恢复幅度已经放缓，再加上美国国会两党迟迟达不成新的经济援助计划，市场普遍对经济前景的乐观预期下降。不过受 OPEC+产油国减产努力的支撑，油价基本保持在每桶 40 美元之上。因此，我们预计今年内油价大幅上涨或下跌的可能性均不大，将在每桶 40-45 美元内波动，如果新冠病毒疫苗年底成功上市，疫情能够在明年基本控制住，原油需求将受到提振，油价或将进一步上升。

3.4 黑色产业链分析：受外围市场避险情绪影响，黑色产品价格均下跌

本周，螺纹钢期货主力合约结算价较上一周每吨下跌 51 元，或-1.4%，收报于 3596 元/吨；焦炭价格每吨微涨 1.5 元，或 0.08%，收报于 1968.5 元/吨；焦煤价格每吨上涨 17.5 元，或 1.4%，收报于 1269.5 元/吨。

图 14：黑色产品价格均下跌（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

受节日效应影响，节前包括螺纹钢在内的建材成交有所好转，但现货市场价格仍以稳为主，个别地区小幅盘跌，而期货市场价格则更多受到外围市场避险情绪影响而下跌。随着十一节假日临近，部分终端备货需求开始体现，市场成交氛围好于昨日，本周全国建筑钢材成交量 24.85 万吨，环比回升 3.05 万吨，济南、合肥等城市螺纹钢价格下跌 10-50 元/吨。在当前利润水平和需求改善预期下，钢厂主动调整产量的意愿不强，螺纹轧线继续复产，螺纹产量回升延续，本周螺纹钢产量 376.43 万吨，环比较上周增加 3.83 万吨。螺纹钢库存去化继续加速，本周总库存（厂库+社库）1217.09 万吨，较上周减少 19.29 万吨，其中社库减少较多，为 15.45 万吨。表观消费量为 395.72 万吨，环比增加 7.75 万吨。但螺纹钢期货市场价格出现下跌，明显主要受到外围市场避险情绪提升，股票、贵金属、原油等资产被抛售并大幅下跌的不利影响，投资者偏向看空。

上游双焦方面，焦炭第三轮提涨已全面落地，近期焦炭期货价格震荡波动较大，主要是受铁水减产预期的影响。从供需数据来看，本周焦炭、铁水产量均小幅减少，焦炭库存保持去化，现货维持偏紧格局。但终端需求低于旺季预期，弱需求下引发铁水减产预期，叠加钢厂低利润，焦炭现货上行空间较小，短期内或维持震荡调整的状态。不过近期焦煤现货市场稳中偏强运行，国内主焦煤、进口澳煤价格均有探涨，但受铁水减量预期影响，焦煤期货价格震荡运行。供需来看，近日焦煤产量平稳，下游焦炉、高炉维持高开工率，国庆节前补库也较为积极，焦煤需求维持高位。进口方面，海运煤通关政策偏严，蒙煤通关稳中有增，总进口量或有小幅减少。在需求不及预期、铁水减量的情况下，焦煤也受到影响，短期内或以维持震荡运行为主。

3.5 人民币兑美元汇率分析：人民币汇率小幅回落，后期仍有进一步走强空间

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.8121，较上周下跌 0.78%。即期汇率报 6.8202，较上周下跌 0.91%。美元指数报 94.5871，周涨 1.7%，创 3 月以来最大单周涨幅。

受本周美元指数低位震荡影响，人民币汇率小幅回落。美元本次走强，主要诱因有两个，一是入秋以来，欧洲疫情再次爆发，封城导致欧洲经济复苏受挫，因此压制欧元，助推美元指数走升。除此之外，美联储释放了一些列“尽力了”的信号，对美元形成支撑。

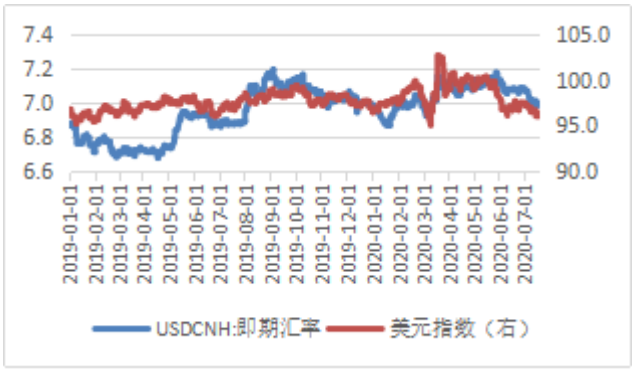
本周人民币汇率波动是正常的双向波动。受当前世界经济发展不确定、国际关系不明朗等影响，下一步我国发展或受一定影响，7 月、8 月中国经济继续稳定恢复说明我国宏观政策的积极成效在不断显现，我国有望实现年度主要预期目标，全年经济有望实现正增长，叠加政策引导和市场乐观预期，这将进一步支撑人民币汇率市场的乐观情绪，推动升值态势。

图 15：人民币兑美元汇率中间价下跌



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

图 16：美元指数本周上涨



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

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，国内宏观经济延续修复态势，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。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。三季报业绩有望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	标配	宏观政策持续强调“房住不炒”，并不断加强对房地产市场的调控力度，国内主要城市房价下行风险有所加大，随之市

			场对银行资产质量的担忧近期有所增加。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，中期将受益于宏观经济的持续修复，我们认为其业绩仍有保障，股息率高下长期配置价值依旧明显；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。考虑到资产质量方面的担忧，短期调整为标配。重点关注板块中的优质龙头。
	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，有望延续长期高成长。考虑到，当前优质科技股估值水平仍偏高，目前正处于回归途中，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	中央政治局会议提出“国内国外双循环”，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，故暂维持标配。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	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	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。
	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	标配	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短期黄金短期内将继续调整，控制风险观望为主。从长期来看，美国及全球经济有继续下行压力，各国货币政策宽松基调不变，长期实际利率向下，全球地缘及金融风险频发，以及在央行购金需求持续的趋势下，黄金本轮大周期仍有支撑。

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。