中航证券金融研究所
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：央行再度超额续作MLF，8月数据显示经济复苏态势良好（2020.09.14-2020.09.18）

金融市场分析周报　　2020年9月21日

摘要

- **宏观经济数据：8月经济数据全面向好，消费增速首次实现年内转正，经济继续向常态化回归。**随着前期政策逐渐落地，地方专项债和特别国债等投入使用，中国经济稳步复苏，回归疫前水平的态势进一步确立。8月工业增加值、消费、投资等经济数据全面向好，其中工业增加值已接近去年均值水平，消费增速则为年内首度转正，表明中国经济正在回归正轨。尽管一些不利因素导致经济面临较多不确定性，但未来经济复苏势头还将延续，预计三季度中国经济增速或将恢复至去年同期水平，当前政策已没有进一步加码的必要，将更加注重中长期效果，以及政策效果如何有效落地。

- **资金面及央行公开市场操作：央行公开市场净投放2600亿元，因跨季因素扰动，资金面整体紧张，资金价格全线上涨，跨季的需求继续升温，但供需缺口仍在，预计后市资金面趋紧。**本周资金面整体紧张，隔夜和7天回购加权利率全线上涨，21d因刚好可跨月，周四周五与1M资金价格倒挂，跨季因素扰动资金面，叠加央行前期流动性投放还不充足、国债发行缴款增加、缴税的滞后影响，整体资金面呈现紧张态势。借跨季的需求继续升温，但供需缺口仍在，而且价格居高不下。接下来一周资金面恐难以维持之前偏宽松状态，但这不代表央行态度会很快发生转变，预计未来仍会维持灵活稳健的操作。

- **利率债：长端利率债短期很难出现趋势性机会，依旧延续震荡态势，可继续关注3年期及5年期品种，适当参与交易。**本周，央行再度超量续作MLF，带动长债收益率震荡下行，近期央行公开市场操作显示维护跨季资金面意图明显。从近期基本面数据来看，8月经济基本面持续回暖，固定资产投资增速进一步修复，其中制造业投资单月同比有较大改善；社会消费品零售增速单月同比转正；工业增加值增速回升至5.6%。8月PMI为51基本与前期持平，债市仍面临经济继续修复、PPI底部回升以及债券供给压力，这些都使得债市的悲观情绪难以解除，流动性紧平衡和扩张的信用环境给利率债的压力也尚未见到明显拐点。

- **可转债：全周转债各市场涨跌不一，整体变化不大，预计权益市场大概率维持震荡格局，保持对周期、可选消费、基建、金融等行业及行业龙头个券的关注。**本周权益市场震荡上行，各市场均显著上涨，可转债市场整体变化不大，各市场涨跌不一，农副食品类转债本周跌幅较大。预计权益市场大概率维持震荡格局，规避拥挤品种，关注顺周期板块，可转债投资建议保持偏中性仓位，重心仍在个券/板块轮动等结构性机会的把握上，保持对周期、可选消费、基建、金融等行业及行业龙头个券的关注。

股市有风险入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 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：短期受压，中期或震荡向上，看好航空、机场、电影、酒店等复苏机会。**上周市场前期缩量整理，至周五出现反弹，全周量能环比大幅萎缩。周五股指反弹主要受保险、券商等金融权重板块带动，而其他板块表现较为平淡，市场整体人气较淡，大箱体震荡格局未变。目前市场面临中期有利、短期受压的环境：一方面，8 月份宏观经济持续修复、整体流动性环境维持宽松，对市场中期走向形成支撑；另一方面，国庆长假因素、近期 IPO 融资加速、美国 11 月份大选前中美关系存在不确定性等，抑制短期风险偏好。中短期因素综合作用下，预期市场短期或延续震荡，而中期在经济复苏支撑下有望向上；行业方面，看好此前受疫情严重影响的航空、机场、电影、酒店、旅游、餐饮、交通等随经济复苏的投资机会。

- **黄金：全球主要央行维持量化宽松支撑金价上涨，但全球经济继续复苏也限制了涨幅。**当前疫情仍没有得到有效遏制，美联储、英国央行、日本央行本周同一天公布利率决议，同时选择了按兵不动，维持当前零或负利率水平不变，超宽松货币政策将延续下去，这为金价上行提供有力支撑。但近期 OECD 和美联储均调高今明两年经济预期数据，显示经济前景有明显的向好迹象，这给金价上涨带来承压。未来金价能否进一步上涨主要取决于经济恢复状况以及美元表现。

- **原油：OPEC+力撑油价，以及全球原油库存明显下降，油价暴涨。**国际原油价格连续两周大跌后，本周迎来暴涨，并重新回到每桶 40 美元之上，主因有两方面：一方面，以沙特为首的 OPEC+主要产油国一直通过各种方式支撑油价；另一方面，全球原油库存出现明显的下降，美国原油库存降幅超预期。随着经济持续复苏，预计到明年底之前，油价整体将会上涨，但涨幅将是缓慢的。

- **黑色产业链：下游需求继续回升，双焦价格止跌回升，但房地产融资新政仍对螺纹钢造成拖累。**下游市场整体需求持续修复，但房地产融资新政的不利影响，对黑色产品价格造成一定拖累，螺纹钢价格持续下跌，但上游焦煤焦炭价格已经止跌回升，随着下游需求逐渐释放，黑色产品价格或将出现一轮上涨潮。本周螺纹钢基本面边际改善，表观消费量环比回升，库存出现下降。双焦在下游需求改善情况下，价格止跌回升，产量保持较高水平，由于海运煤通关政策导致供给偏紧，焦煤价格在黑色产品中表现最好。

- **人民币汇率：人民币汇率上涨，短期仍有进一步走强空间。**受到美元指数下跌影响，人民币汇率上涨。从短期来看，人民币应该仍然处于震荡中偏强的走势，这是因为在全球经济中，中国经济率先从疫情冲击中走了出来。在今年十月份美国大选之后，随着中美关系的不确定性的降低，人民币还有进一步走强的空间。但从更长期来看，令人民币走强和走弱的因素仍同时存在，人民币兑美元汇率应会呈震荡趋势。

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 8 月经济数据 4
1.2 本周要闻: 7
二、 固定收益市场分析 8
2.1 资金面分析 8
2.2 利率债走势分析 10
2.3 存单与信用债分析 11
2.4 可转债分析 13
三、 主要资产价格分析 14
3.1 权益市场分析 14
3.2 黄金市场分析 17
3.3 原油市场分析 17
3.4 黑色产业链分析 18
3.5 人民币兑美元汇率分析 19

一、 本周重点经济数据分析

1.1 8月经济数据全面向好，消费增速首次实现年内转正，经济继续向常态化回归

随着前期政策逐渐落地，地方专项债和特别国债等投入使用，中国经济稳步复苏，回归疫情前水平的态势进一步确立。国家统计局9月15日公布的宏观数据显示，8月工业增加值、消费、投资等经济数据全面向好，其中工业增加值已接近去年平均水平，消费增速则为年内首度转正，表明中国经济正在回归正轨。

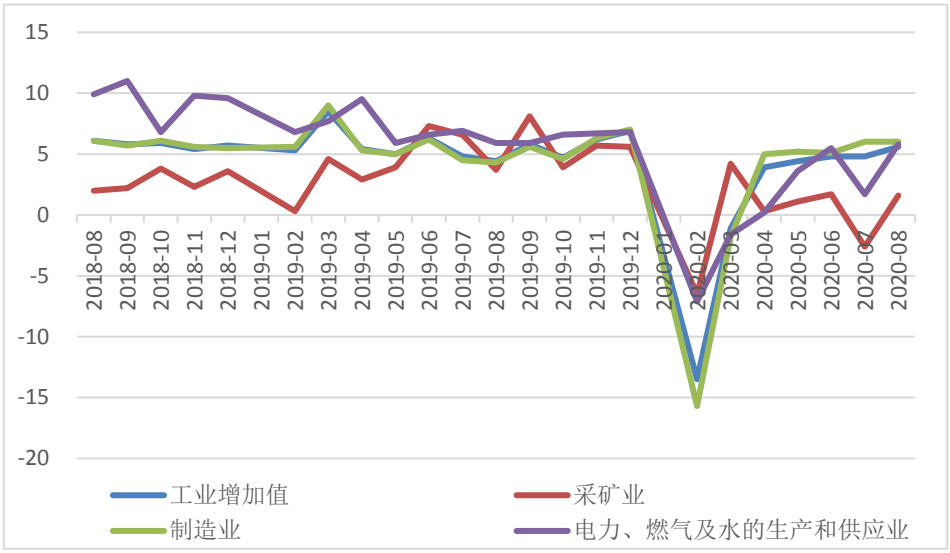
多数经济数据均超预期，并创下年内高点。8月工业增加值同比增长5.6%，增速较7月加快0.8个百分点，并带动1-8月累计增速实现由负转正；社会消费品零售总额同比增长0.5%，较7月提高1.6个百分点；1-8月固定资产投资（不含农户）累计同比下降0.3%，降幅较1-7月收窄1.3个百分点。此前海关总署公布的8月出口数据也同样超出市场预期，美元计出口同比增速提高2.3个百分点至9.5%。**但劳动能力市场改善仍有限。**8月全国城镇调查失业率录得5.6%，仅较7月下降0.1个百分点，高于去年同期0.4个百分点。

未来经济复苏势头还将延续，但影响经济复苏的不利因素也同时存在。预计三季度中国经济同比增速降恢复到去年同期水平，全年经济增速将落在2%-3%之间，尽管相比去年低了至少3个百分点，但中国仍然是今年全球唯一一个实现经济正增长的主要经济体。8月经济数据超预期回归和企稳，意味着政策将没有进一步加码的必要，更加注重中长期效果，并继续注重政策的落地效果。财政政策继续强调政府债券发行加速和基建项目的尽快落地。货币政策将主要通过中期借贷便利操作（MLF）、再贷款等渠道向市场注入流动性，降准的可能性仍然不大。不过短期内中国经济还面临一些不利因素，包括：供给完全恢复后需求逐渐释放完毕，医疗器械产品出口或将见顶，政策坚持“房住不炒”令房地产业不再成为拉动经济的主要手段等。此外，持续紧张的中美局势和全球贸易形势或将削弱中国的出口，并影响制造业投资偏好，从而给发展前景增添更多不确定性。

（1）工业增加值

国内工业生产持续改善，三大门类同比均实现正增长。8月全国规模以上工业增加值同比实际增长5.6%，较7月提高0.8个百分点，高于去年同期1.2个百分点。三大门类中，制造业增加值同比增长6%，增速与7月持平；采矿业增加值同比增长1.6%，增速较7月回升4.2个；电力、燃气及水的生产和供应业同比增长5.8%，增速较7月回升4.1个百分点。

图 1：三大门类增加值同比均实现正增长（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

41 个大类行业中，有 29 个行业增加值同比增长，较 7 月增加 4 个。其中，汽车制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业同比分别增长 14.8%、8.7%，增速分别较 7 月回落 6.8 个和 3.1 个百分点，单纺织业、化学原料和化学制品制造业等增速则有所回升。主要工业产品中，生产企业在洪涝灾害过后加快赶工，作为反映经济活动的较好指标，钢材、水泥产量及发电量同比增速均有所加快。8 月钢材、水泥产量及发电量同比分别增长 11.3%、6.6%、6.8%，增速较 7 月加快 1.4 个、3 个、4.9 个百分点。但汽车产量、原油加工量同比分别增长 7.6%、9.2%，增速分别回落 19.2 个和 3.2 个百分点。

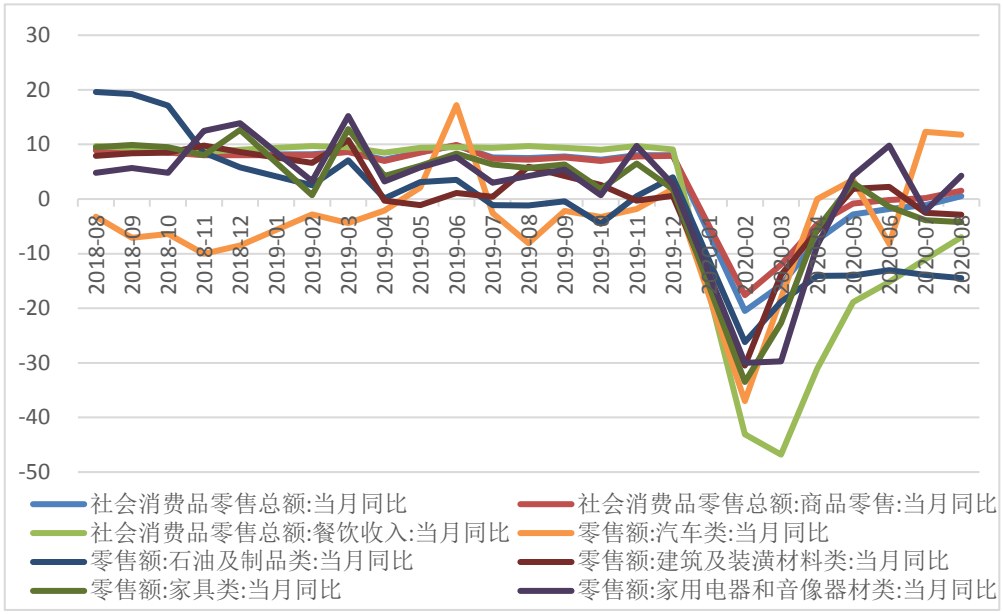
（2）消费

汽车消费拉动消费增速实现今年年内首次转正，一改过去需求端疲软的状况。8 月，社会消费品零售总额同比增长 0.5%，较 7 月提高 1.6 个百分点。拉动消费增长的最主要因素是汽车消费，汽车之外的社会消费品零售总额同比下降 0.6%，仍位于负值区间。

从消费类型看，8 月商品零售同比增长 1.5%，高于 7 月 1.3 个百分点，连续两个月保持增长。其中，此前受疫情冲击最严重的餐饮消费同比下降 7%，降幅收窄 4 个百分点，表明疫情被控制及管控措施解封，更多消费者开始选择外出就餐，线下餐饮收入开始恢复增长。线上消费仍好于总体，1-8 月累计全国网上零售总额同比增长 9.5%，增速较 1-7 月提高 0.5 个百分点。

从消费商品看，汽车仍然是拉动消费的主要因素。8 月，汽车类消费同比增长 11.8%，较 7 月下降 0.5 个百分点，但仍处高位。金银珠宝类、化妆品、通讯器材类等可选消费保持较高增长，同比分别增长 15.3%、19%、25.1%，较 7 月提高 7.8 个和 9.8 个、13.8 个百分点。粮油食品类等生活类消费品同比增速则继续回落。随着房地产市场热度再次降温，建筑及其装潢材料类、家具类消费同比降幅小幅扩大。受国际油价持续低迷拖累，石油及制品类消费同比下降 14.5%，降幅较 7 月扩大 0.6 个百分点。

图 2：8 月消费同比增速首次转正（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

（3）投资

基建、制造业、房地产三大投资同比增速均加快或降幅收窄。1-8 月，固定资产投资（不含农户）累计同比下降 0.3%，降幅较 1-7 月继续收窄 1.3 个百分点，预计 9 月累计同比有望转正。固定资产投资单月增速 7.6%，而 5 月、6 月、7 月单月增速分别为 3.9%、5.4%及 6%。可以看出，投资同比修复的力度在二季度放缓，在 8 月份又快速上行，修复的斜率提升。

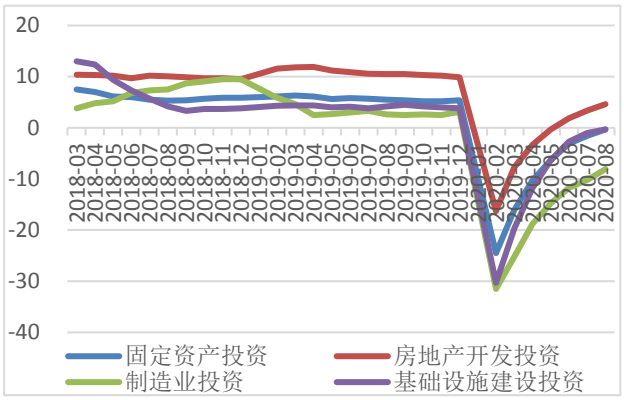
基建修复力度略低于市场预期。1-8 月，基建投资同比下降 0.3%，降幅较 1-7 月收窄 0.7 个百分点。这或与地方政府专项债筹集资金尚未完全转化为实物工作量有关，因为 8 月是专项债发行高峰，从开工到向投资完成转化一般需要一定的时滞，随着专项债逐步落地，后续基建投资有望继续上行。

制造业投资本年首次转正，部分来源于基数效应，部分来源于经济内生修复动力加强。1-8 月同比下降 8.1%，降幅较 1-7 月收窄 2.1 个百分点，8 月当月制造业投资增速大幅回升，年内首次回正，一方面受到了去年低基数的影响（去年 8 月受贸易摩擦影响、下行 6 个百分点）。但是另一方面，也有实体经济持续纵向复苏的影响，前期表现较差的纺织、化工、食品等行业的增速都在持续回升。实际上，制造业投资作为后周期变量，随着经济环境的好转，其内生修复动力也会得到加强。

房地产销售再度高增，投资增速继续反弹。1-8 月房地产投资同比增长 4.6%，增速较 1-7 月提高 1.2 个百分点。商品房新开工面积、商品房销售面积等先行指标降幅继续收窄，房地产开发企业到位资金同比增长 3%，增速提高 2.2 个百分点。但随着 8 月底开始政府要求对重点房地产企业融资条件提高监管，以及部分地区房地产调控再度收紧，上半年火热的土地市场逐渐趋冷，1-8 月土地购置面积同比下降 2.4%，降幅较 1-7 月扩大 1.4 个百分点。预计地产投资在短暂的冲高后，将在大调控的背景下重新进入微服下行的通道内。

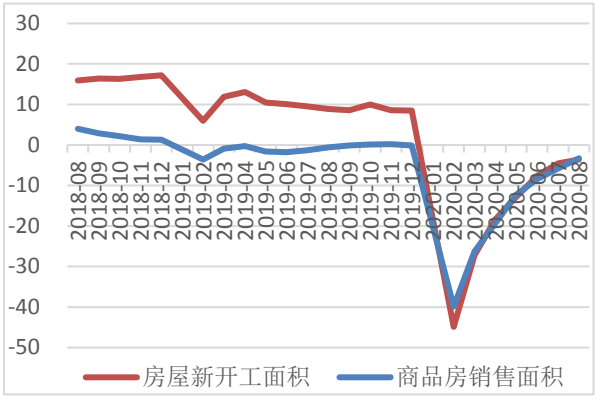
图 3：1-8 月固定资产投资累计增速持续修复　　**图 4：商品房新开工面积和销售面积降幅继**

（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

续收窄（%）

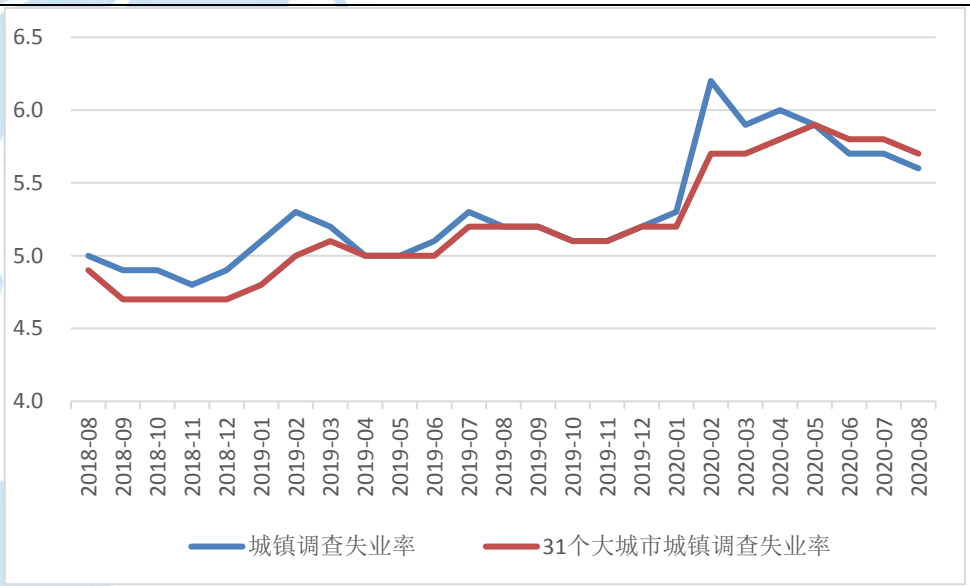


资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

（4）失业率

随着经济持续复苏，就业形势总体改善，但改善幅度有限。8 月，城镇调查失业率降至 5.6%，较 7 月下降 0.1 个百分点，仍高于去年同期 0.4 个百分点。疫情影响下，高校毕业生等重点群体就业压力仍大是主因，20-24 岁专科及以上人员调查失业率高于去年同期 5.4 个百分点。25-59 岁群体就业状况好于整体，其调查失业率录得 4.8%，较 7 月下降 0.2 个百分点。统计局称，今年无论是总的城镇调查失业率，还是各人群的失业率，都明显高于去年同期，说明就业压力仍然较大，未来还要着力加强对重点群体的就业扶持。因此，就业市场改善缓慢或将成为掣肘未来经济回归正常化进程的一个重要因素，并左右政策效果的发挥。

图 5：8 月失业率继续下降，但降幅不大（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

1.2 本周要闻：

1、8 月经济数据公布

我国 8 月经济运行稳定复苏，主要指标继续回升，社会消费品零售总额、工业增加值及商品房销售额累计增速年内首次由负转正；8 月城镇调查失业率下降至 5.6%。统计局表示，如果经济复苏态势延续，三季度经济增速会比二季度明显加快。

2、金融控股公司相关管理办法出台

国务院发布《关于实施金融控股公司准入管理的决定》，11 月 1 日起施行。根据办法，控股或实际控制的金融机构中含商业银行的，金融机构总资产不少于 5000 亿元。申请设立金融控股公司，实缴注册资本额不低于 50 亿元，且不低于所直接控股金融机构注册资本总和 50%。央行发布《金融控股公司监督管理试行办法》，已具备设立情形且拟申请设立金融控股公司的机构，应在办法正式实施后的 12 个月内提出设立申请，经批准后，设立金融控股公司。对办法实施前已具备设立金融控股公司情形但未达到监管要求的机构，合理设置过渡期安排，把握好节奏和时机，逐步消化存量。

3、茅台集团拟发行债券收购贵州高速部分股权，茅台财务公司拟开展固定收益类有价证券投资

9 月 16 日，据上交所公司债券项目信息平台显示，贵州茅台母公司——中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司正在申请在上海交易所发行不超过 150 亿元人民币面向合格投资者的公开发行债券，目前项目已获得上交所受理。据说明书显示，茅台集团收购贵州高速部分股权事项已获得贵州省人民政府的批复，同意将贵州省国资委所持贵州高速部分股权转让给茅台集团，转让价款 150 亿元。恰巧前一日，贵州茅台发布公告称，公司控股子公司贵州茅台集团财务有限公司开展固定收益类有价证券投资业务，投资总规模不超过其资本总额的 70%。

4、国联证券、国金证券双双承认合并意向

9 月 20 日，国联证券、国金证券均发布公告，国金证券控股股东长沙涌金（集团）有限公司与国联证券签署股份转让意向性协议，拟通过协议转让方式将其持有的约 7.82%的国金证券股份转让给国联证券。同时，两家公司正在筹划由国联证券向国金证券全体股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并国金证券。以 9 月 18 日收盘数据计算，国联证券在吸收合并国金证券后，总市值将从现有的 467.1 亿元升至 929.5 亿元，在 A 股 39 家上市券商中排名位于第 12 名光大证券（1062.79 亿元）和第 13 名中银证券（784.23 亿元）之间，其规模和实力将跻身大型券商行列。

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 2600 亿元，因跨季因素扰动，资金面整体紧张，资金价格全线上涨，供需缺口仍在，预计后市资金面趋紧

1）央行的公开市场操作：央行公开市场净投放 2600 亿元

央行本周（9 月 14 日-9 月 18 日）累计开展 4800 亿元逆回购操作和 6000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，因本周有 6200 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 到期，本周公开市场合计净投放资金 2600 亿元。下周（9 月 19 日至 9 月 25 日）央行公开市场将有 4200 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 800 亿元、0 元、1200 亿元、1100 亿元、1100 亿元，无正回购和央票等到期。

央行本周进行的大规模的 MLF 投放，是 8 月以来第二次超量续作 MLF，并且公告称“充分满足金融机构需求”。8 月以来央行通过高频率和相对大额的逆回购投放来对冲政府债券发行缴款的影响和稳定资金面，并且也重启了 14 天逆回购进行配合。8、9 月连续两月央行进行增量 MLF 投放，并且，9 月 14D 逆回购再度重启，意在维稳跨季流动性，显示央行有意呵护银行间流动性。

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	-1000	-1700	-1200	-1400	-900
7 天	800	0	1200	1100	1100
14 天	0	0	0	0	600
TMLF（投放）366D	0	6000	0	0	0
MLF（回笼）366D	0	0	0	-2000	0
央行票据 3 个月	0	0	0	0	0
净投放	-200	4300	0	-2300	800

资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2）资金面的复盘：因跨季因素扰动，资金面整体紧张，资金价格全线上涨

本周资金面整体紧张，资金利率呈现上行态势，隔夜和 7 天回购加权利率全线上涨，DR007 由 2.09%升至 2.28%，隔夜利率上行幅度更大，R001 由 1.51%升至 2.26%，周四周五 21d 因刚好可跨月，与 1M 资金价格倒挂。跨季因素扰动资金面，叠加央行前期流动性投放还不充足、国债发行缴款增加、缴税的滞后影响，整体资金面呈现紧张态势。

表 2：本周货币市场利率（%）

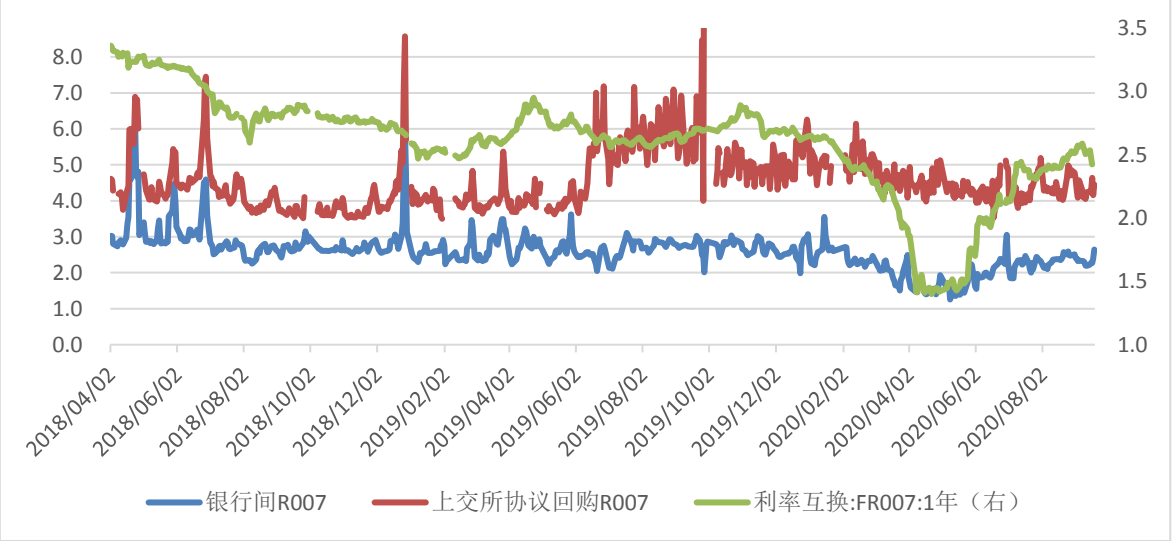
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	1.6466	1.7635	1.4536	1.8871	2.2553
	R007	2.2276	2.2704	2.2741	2.3935	2.6426
	R014	2.3049	2.3493	2.3125	2.6701	2.8743
	R021	2.4960	2.2703	2.6147	2.8126	3.0075
	R1M	2.9499	2.9560	2.9578	2.7405	2.6717
上交所协议回购	206001	4.7990	4.5930	4.3010	3.8490	3.8500
	206007	4.2630	4.2320	4.6410	4.1580	4.4540
	206014	4.8460	5.4650	5.1300	5.3750	5.2130
	206021	6.2640	5.9600	6.1930	5.9760	6.5320
	206030	5.2640	4.9600	5.1930	4.9760	5.0980
利率互换定盘：1Y	FR007	2.5362	2.4829	2.4235	2.4725	2.4400

资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

3）资金面的展望：跨季的需求继续升温，供需缺口仍在，预计下周资金面趋紧

跨季的需求继续升温，供需缺口仍在，而且价格居高不下。无论是 MLF，公开市场投放流动性，均是“自上而下”的流动性传导，资金面分层大概率在紧张时点仍有所体现，季末时点资金面大概率仍将季节性收紧，在“无降准”的环境中；接下来一周资金面预计仍旧维持紧张格局，月末 2-3 个工作日财政支出规模或相对较大，资金价格可能月末才能看到回落迹象。

图 6：本周资金面整体紧张（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析：经济基本面，债券供需矛盾等因素仍对长久期利率债不利，关注中短久期

1）利率债走势复盘：央行超额续作 MLF 带动债市情绪，但是资金面持续收紧，长债收益率震荡下行

本周，各期限国债期货价格均上涨。5 年期国债期货主力合约 TF2009 价格为 99.9500，较上周上涨 0.22%。10 年期国债期货主力合约 T2009 价格 97.8650，较上周上涨 0.01%。2 年期国债期货主力合约 TS2009 价格为 100.3850，较上周上涨 0.11%。

本周，央行再度超量续作 MLF，但是资金面持续收紧，长债收益率震荡下行。周一债市依然沉浸在上周社融超预期及央行净回笼的阴影当中，开盘长债收益率即快速走高，10 年国债一度盘中升至 3.17%，5 年期国债期货跌停，不过当日下午收盘前市场收益率转头向下，周二，央行继 8 月之后再度超量续作 MLF，债市多头情绪被带动，虽然当日公布的 8 月经济数据，显示经济复苏势头仍在延续，但是市场选择了央行超额续作的利多因素，长债收益率依旧明显下行；可是随后的三个交易日，资金面明显收紧，隔夜利率一度上涨至 4%，直至周五都未完全松下来，不过长债收益率仅在周三有明显上行，随后两个交易日均小幅震荡。全周，10 年国债活跃券 200006 收益率下行 2.75bp 至 3.1125%，10 年国开债活跃券 200210 下行 0.5bp 至 3.6775%。国债和国开的分化体现的是 MLF 超额续作对以银行配置盘需求为主的国债利好更大。

图 7：本周 10 年期国债收益率下降（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，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

近期基本面数据对债市偏利空。8 月经济基本面持续回暖，固定资产投资增速进一步修复，其中制造业投资单月同比有较大改善；社会消费品零售增速单月同比转正；工业增加值增速回升至 5.6%。8 月 PMI 为 51 基本与前期持平，债市仍面临经济继续修复、PPI 底部回升等压力，这些都使得债市的悲观情绪难以解除。

利率债的供需锚段在 9 月之后将得到缓解。8 月份是债市供需关系最差的阶段，利率债净增量 1.4 万亿左右，9 月份仍有一定压力，但开始缓解，而进入 10 月份之后，在 8 月及 9 月连续的超额续作 MLF 的情况下，若 10 月仍延续此操作，预计银行超储率会有所回升，同时 10 月开始，利率债供给放缓，整体供需关系可能会有相对改善。

除此之外，流动性紧平衡和扩张的信用环境给利率债的压力也尚未见到明显拐点，**长端利率债短期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：存单收益率与信用债收益率均多数下降

1）一级市场发行：存单发行量较上周有所上涨，信用债发行量较上周小幅下降

本周同业存单发行量较上周有所上涨，本周存单发行量约 5,342.60 亿元，较上周发行量上涨 1.01%。本周存单到期量为 4,355.60 亿元，较上周到期量上涨 7.04% 。

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 4,131.87 亿元，较上周环比下降 2.18%。

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

存单收益率全面回落。本周 3 个月存单收益率下行 6bp 至 2.64%，6 个月和 1 年存单分别下行 9bp 和 6bp，而一个月存单收益率维持在 2.62%不变。本周央行对 MLF 的超额续作意味着 1 年存单收益率将以 MLF 操作利率为中枢波动。1 个月存单收益率并未回落显示市场对跨季资金的需求仍然旺盛，另一方面也意味着市场对资金面呈现出偏谨慎的态度。

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 5.24bp、下降 3.05bp、下降 0.23bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别下降 2.24bp、下降 2.05p、下降 0.23bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别下降 1.24bp、下降 1.05bp、下降 0.92bp。

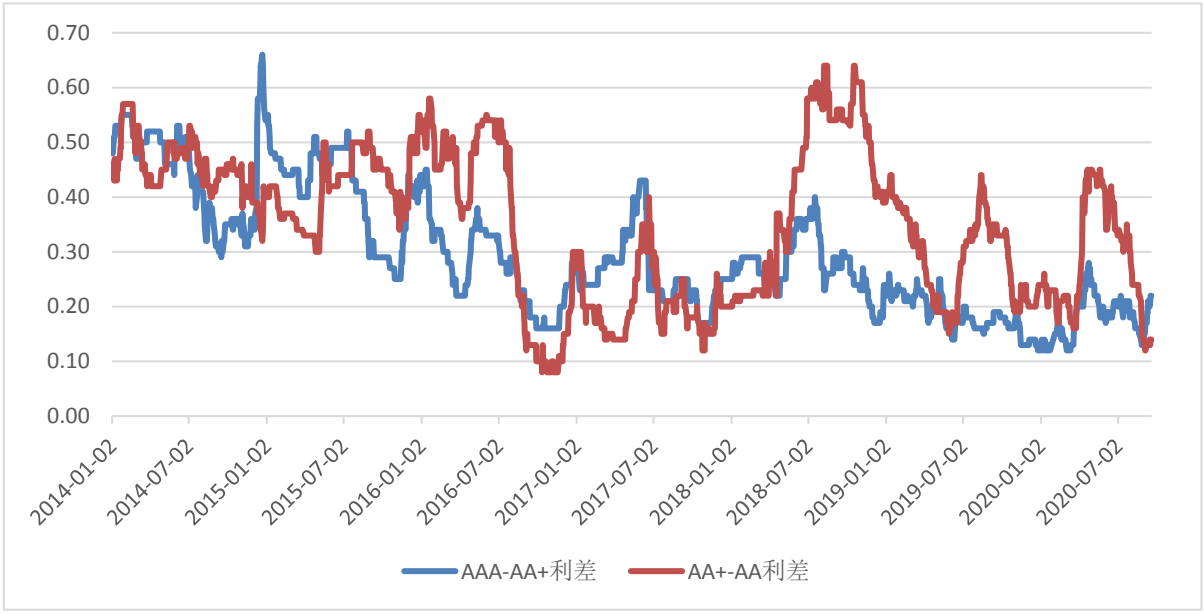
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	3.199	29.40%	-5.24
信用债(AAA):3 年	3.6849	31.90%	-3.05
信用债(AAA):5 年	3.967	32.50%	-0.23
信用债(AA+):1 年	3.359	26.10%	-2.24
信用债(AA+):3 年	3.905	31.90%	-2.05
信用债(AA+):5 年	4.227	30.00%	-0.23
信用债(AA):1 年	3.489	20.10%	-1.24
信用债(AA):3 年	4.045	22.80%	-1.05
信用债(AA):5 年	4.617	27.90%	-0.92

资料来源：Wind、中航证券金融研究所，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 22bp，AA+和 AA 之间的利差较前周走阔 1bp 至 14bp。

图 8：各评级信用利差走阔（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2.4 可转债分析：全周转债各市场涨跌不一，整体变化不大，预计权益市场大概率维持震荡格局，保持对周期、可选消费、基建、金融等行业及行业龙头个券的关注

1）可转债的走势复盘：权益市场震荡上行，转债市场表现平平，农副产品类受创明显

本周权益市场震荡上行，各市场均显著上涨，上证指数本周收于 3338.09 上涨 2.38%，深证成指本周上涨 2.33%，创业板指本周上涨 2.34%，中小板指本周上涨 2.50%。可转债市场整体变化不大，各市场涨跌不一，本周上证转债上涨 0.28%至 323.54，深证转债下跌 0.10%至 261.05，中证转债上涨 0.12%至 363.38，本周转债成交规模较上周略有放量。其中，起步转债、广电转债、盛路转债、凯龙转债、蓝晓转债等领涨，希望转债、龙大转债、海大转债、正邦转债、永高转债等领跌，农副食品类转债本周跌幅较大。一级方面，本周交建转债、赛意转债、斯莱转债发行，广汇转债、塞力转债、齐翔转 2、嘉泽转债、景兴转债、青农转债于本周上市。7 月份以来，多支转债在触发强制赎回条款后，发布公告不提前赎回。决定不提前赎回的主要原因包括：（1）转债存续期较短；（2）公司对项目资金已有安排；（3）转债余额较低，不需要通过提前赎回条款转股；（4）大股东仍持有转债；（5）对自由流通股本摊薄比例较大，全部转股或将对正股股价产生较大冲击等。

从近五年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，本周转股溢价率和隐含波动率均显著下行，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、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2）可转债的展望：预计权益市场大概率维持震荡格局，保持对周期、可选消费、基建、金融等行业的关注

近期中美股市调整的本质都是货币政策放松逻辑弱化而核心品种出现拥挤交易。展望后市，从大逻辑和内外环境来看：（1）经济修复、政策支持是中长期逻辑，股市出现系统性风险的概率不大，但信用扩张放缓+慢牛导向值得关注；（2）流动性驱动已经开始改变；（3）美国大选是最大的不确定性源头。而股市内部则受到估值分化、赚钱效应弱化、技术形态走差等因素制约，风险偏好也很难提供更稳固的支持，大概率维持震荡格局，规避拥挤品种，关注顺周期板块。

转债进入个券时代后对正股的反馈效应愈发明显。市场扩容后，转债给正股带来的反馈效应越来越明显，主要通过四种途径实现：（1）公司发行转债有助于提升正股关注度，从而提振正股估值，尤其是细分龙头和隐形冠军类品种；（2）转债“媒体曝光度”提升，“明星”个券和抢权效应可带动正股走进投资者的视野；（3）即便质地一般的公司发行转债，投资者对其正股的研究需求也会增加，促使机构覆盖度提升；（4）转债投资者调研需求增加，公司向资本市场展示自身的意愿也在增强。历史上，转债对正股产生正面反馈的案例层出不穷，而且正变得越发普遍。建议保持偏中性仓位，重心仍在个券/板块轮动等结构性机会的把握上，关注以下行业及逻辑：（1）关注上游资源品种有成长性的周期行业；（2）对于可选消费行业（如汽车、社服、旅游等）及基建相关（如工业机械、电力、环保等）行业，优质个券受到市场关注以及稳定盈利支持，后续仍有入场的机会；（3）金融仍是少数低估值板块；（4）关注调整后的行业龙头个券。

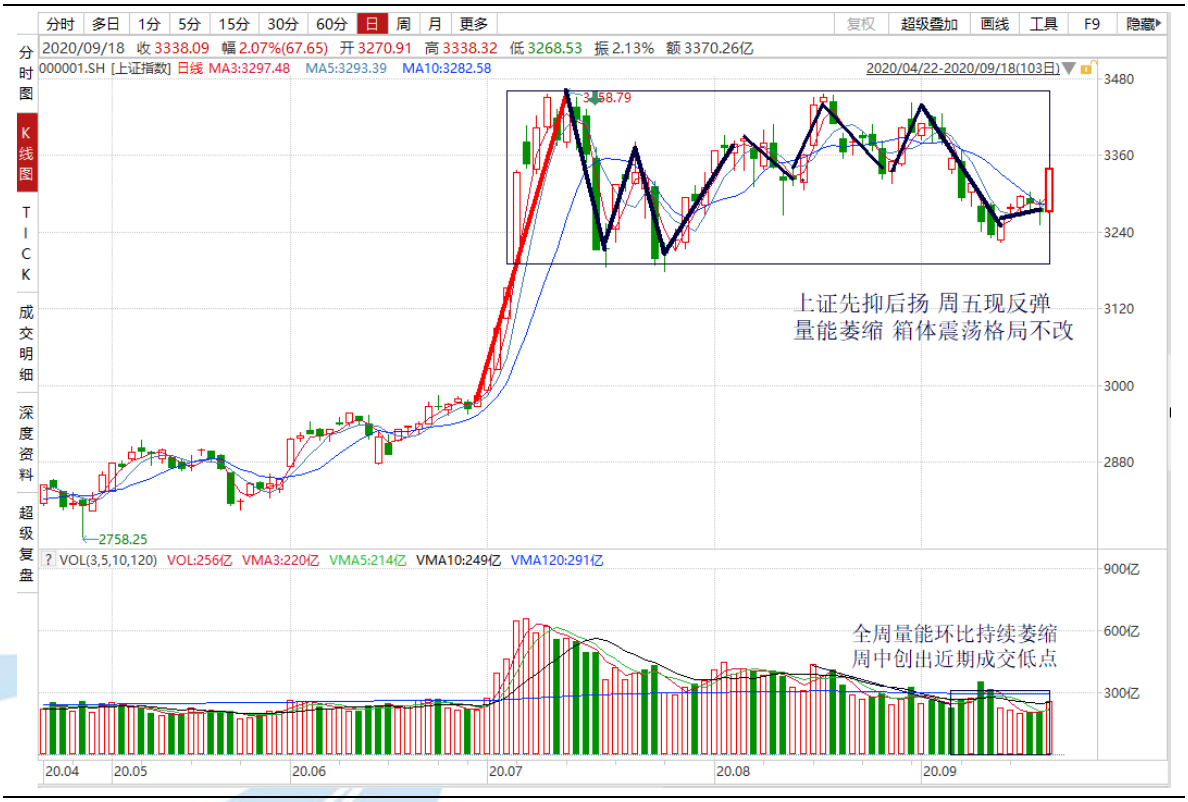
三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：短期受压，中期或震荡向上，看好航空、机场、电影、酒店等复苏机会

1） 权益市场走势复盘——股指缩量反弹 大箱体震荡格局未变

上周市场：前半周缩量弱势整理，周五午后出现较大幅反弹。上证综指最终报收于 3338 点，全周涨 2.38%；同期深圳成指和创业板指分别反弹 2.33%和 2.34%。量能方面，两市合计成交 3.77 万亿元，环比大幅萎缩近两成。盘面上，量能低迷、整体人气不足，周五股指反弹主要受保险、券商等金融权重板块带动，而其他板块表现较为平淡。市场整体呈弱势震荡，大箱体震荡格局未变。

图 10：上证先抑后扬 缩量反弹 整体呈弱势

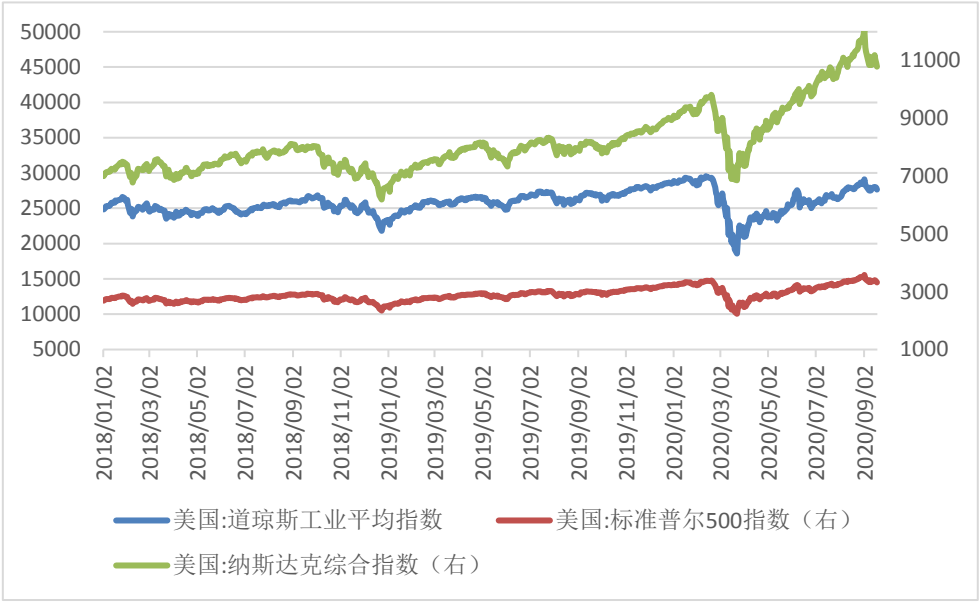


资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

美股三大股指本周均下跌，道指本周较上周下降 0.03%，报 27657.4200 点，纳指报 10793.2800 点，本周周跌 0.56%，标普 500 指数报 3319.4700，本周周跌 0.64%。美股三大股指连续第三周下跌，创下去年以来最长的单周连跌记录。

美股中的大型科技股本周普遍下跌。本周，Facebook 和亚马逊的股价跌幅均超过 5%，Alphabet、Netflix、苹果和微软的股价也大幅下跌。本月以来，这 6 支股票均至少下跌了 10%。其中苹果股价在 9 月份累计下跌了 17.2%。苹果的股价与峰值相比下跌了 22.6%，市值蒸发了 5000 亿美元。自从进入 9 月以来，美股便陷入了持续震荡，一改此前单边上涨的局面转而显得有些迷失，无论是经济还是政府，投资者正在等待未来走向的线索。9 月 15 日，由美国众议院两党 50 人组成的一个小组发布了一份 1.52 万亿美元的抗疫刺激计划，尝试打破数月来在经济纾困方面的僵局。但该计划在两党都未得到广泛的支持，市场对此的信心越来越暗淡，越来越多人预计两党难以在 11 月大选前达成一致，而这对于市场来说，可能就意味着继续震荡。

图 11：美股三大股指均下跌



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2) 权益市场展望——短期受压，中期或震荡向上，看好航空、机场、电影、酒店等板块复苏

目前市场面临中期有利、短期受压的环境：一方面市场支撑的因素包括 8 月份宏观经济持续修复、整体流动性环境维持宽松；另一方面短期抑制因素也较多，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，中美关系存在不确定性等，将持续抑制风险偏好。

8 月月度数据验证宏观经济延续稳定恢复。主要经济数据均呈上升趋势，宏观经济的持续复苏为市场中期向好提供了最大保障。同时，金融政策对实体经济支持加大，整体流动性有望处于总体宽松局面，也利好市场中期走向。

然而，尽管市场中期将持续受益于上述因素的支撑，但短期而言将受到如下因素的制约，抑制风险偏好提升，加大了市场短期内突破震荡格局的难度。

首先是国庆长假因素。根据近年国庆长假前后的市场经验，长假期间外围市场往往会发生较大波动，在美国大选临近的情况下，今年国庆长假期间海外市场发生较大波动的可能性更大。**其次，美国大选的不确定性**，美国总统大选（11 月初）日益临近，中美间摩擦短期进一步升级的风险和中国周边环境进一步恶化的担忧可能引发资金回避。**第三，近期 IPO 融资速度进一步加大，对二级市场资金面构成考验。**金龙鱼、蚂蚁集团、吉利汽车、京东数科和中金公司等多只大额 IPO 融资将于近期发行，预计合计募集资金将超过 1500 亿元，考虑到上市首日涨幅因素，预计将影响二级市场资金总额将超过 3000 亿元。

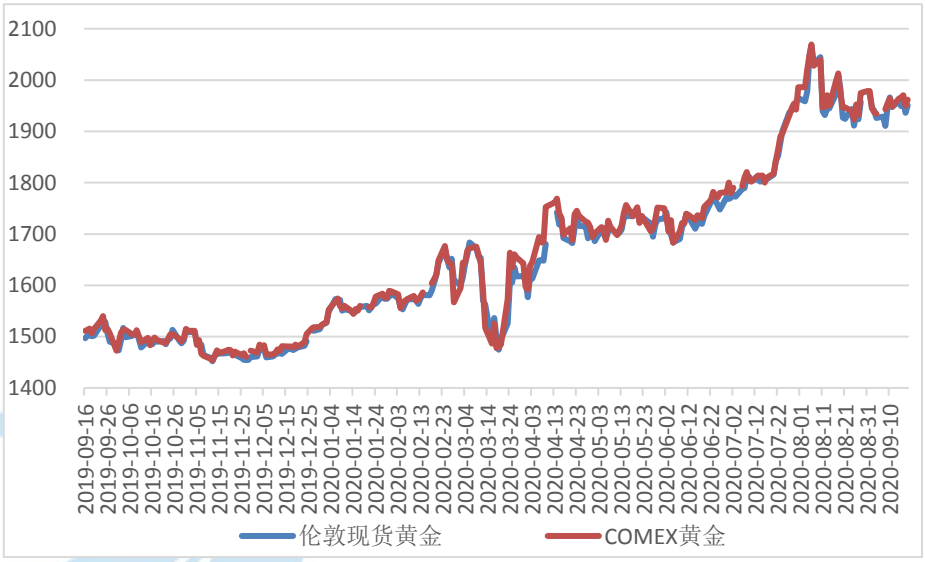
此外，市场结构性高估的局面仍未明显缓解，如半导体、生物医药及部分食品饮料股。此类个股近年以来历史涨幅巨大，在高估值面临着产业资本巨额减持和二级市场投资者获利兑现的双重压力。

上述中短期因素综合作用下，预期市场短期或延续震荡格局，而中期在经济复苏支撑下有望震荡向上。机会方面，看好此前受疫情严重影响的航空、机场、电影、酒店、旅游、餐饮、交通等随经济复苏的投资机会；同时可自下而上精选优质成长股，关注其估值回落后的布局机会，如消费电子中的苹果产业链、5G 和云计算、金融科技及新能源汽车领域中的核心成长公司。此外，近期低估值绩优股（主要是金融、周期和可选消费中的优质龙头公司）表现不俗，目前趋势依然向好，可持续配置。

3.2 黄金市场分析：全球主要央行维持量化宽松支撑金价上涨，但全球经济继续复苏也限制了涨幅

周五，伦敦现货黄金价格较上一交易日上涨 14.6 美元，或 0.75%，收报于 1950.85 美元/盎司，全周累计涨幅 0.18%；美国 COMEX 黄金期货结算价上涨 12.2 美元，或 0.63%，收报于 1962.1 美元/盎司，全周累计涨幅 0.73%。

图 12：本周金价上涨（美元/盎司）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

当前疫情仍没有得到有效遏制，美联储、英国央行、日本央行同时公布利率决议，同时选择了按兵不动，维持当前利率不变，超宽松货币政策将延续下去，这将为金价中期上行提供支撑。美联储当地时间周三宣布维持联邦基金利率目标区间在 0-0.25%之间，符合市场的普遍预期。美联储利率决议还反映了美联储新的长期政策框架，即通胀率持续低于 2%长期通胀目标，允许通胀率在一段时间内略高于 2%，保证实现通胀目标和充分就业。

英国央行同一天也在决议上维持极度宽松的政策，在感染病例增加、失业率上升以及脱欧可能带来的冲击三重打击下，英国央行将灌入如何有效实施负利率，并决定暂时维持主要刺激计划不变。

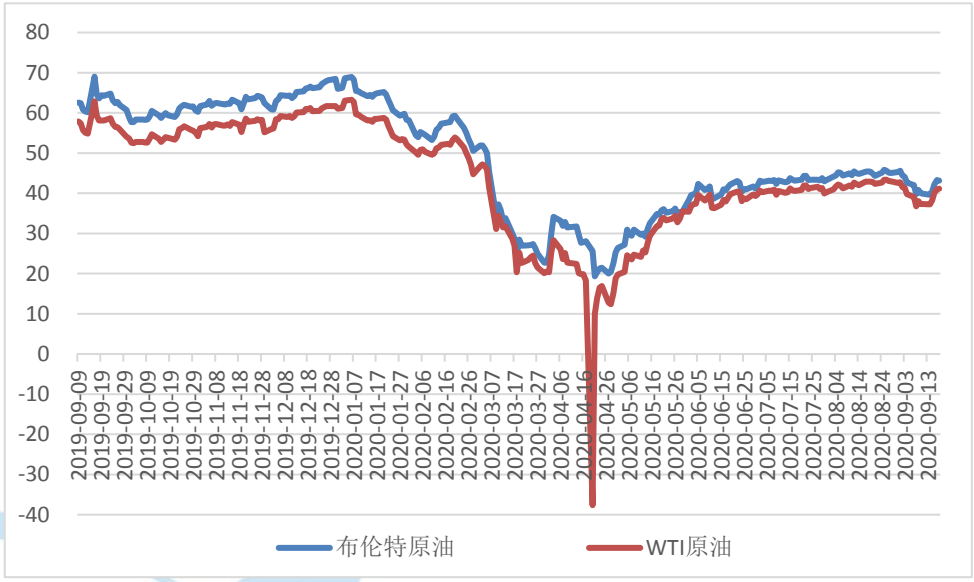
日本央行在货币政策例会后宣布，将基准利率维持在-0.1%不变，10 年期国债收益率目标维持在 0%附近不变，日本经济面临各种风险，央行重申一旦经济复苏受阻，准备“毫不犹豫地”加大货币支持力度。日本新任首相表示他将继承“安倍经济学”，瞄准疫情后的社会，进行集中的改革和必要的投资。

但近期各主要国家的经济数据显示经济前景有明显的向好迹象，这给金价上涨带来压力。经济合作与发展组织（OECD）本周在最新发布的经济展望报告中上调今年世界经济增长预期，将全球 2020 年 GDP 增长预期从萎缩 6%上调至萎缩 4.5%，表明一些国家管制措施逐步放缓后，经济活动开始复苏，改善了对经济增长的预期。同时，鉴于前一段时间美国经济反弹形势较为乐观，美联储也调高了对今年的经济预测，并下修了未来两年的预期，预计 2020 年 GDP 增速预期中值为-3.7%，6 月预期为-6.5%；2021 年底 GDP 增速预期中值为 4%，6 月预期为 5%。

3.3 原油市场分析：OPEC+力撑油价，以及全球原油库存明显下降，油价暴涨

国际原油价格连续两周大跌后，本周迎来一波暴涨，重新回到每桶 40 美元之上。周五，国际基准布伦特原油期货合约结算价下跌 0.15 美元，或-0.35%，收报于每桶 43.15 美元，但全周累计暴涨 8.34%；美国基准 WTI 原油期货合约结算价微涨 0.14 美元，或 0.34%，收报于每桶 41.11 美元，全周累计暴涨 10.13%。

图 13：本周油价暴涨（美元/桶）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

本周油价大幅反弹，主要受到两方面因素的刺激。**一方面，以沙特为首的 OPEC+主要产油国一直通过各种方式支撑油价。**OPEC+产油国部长级联合监督委员会 17 日举行例行会议，宣布将建议把将于 9 月底到期的当前减产协议延长至今年 12 月底，并让此前几个产量超出配额的产油国完全履行减产义务。沙特能源大臣还警告市场投机者不要在油市大举押注，称他将努力让市场无法预料。同时，沙特显示出阻止 OPEC+成员对其生产配额作弊的决心，强烈谴责试图超额开采原油的成员国，阿联酋已成为 OPEC+中最糟糕的配额遵守者之一，根据国际能源署（IEA）的数据，该国仅遵守了 8 月减产额度的 10%。

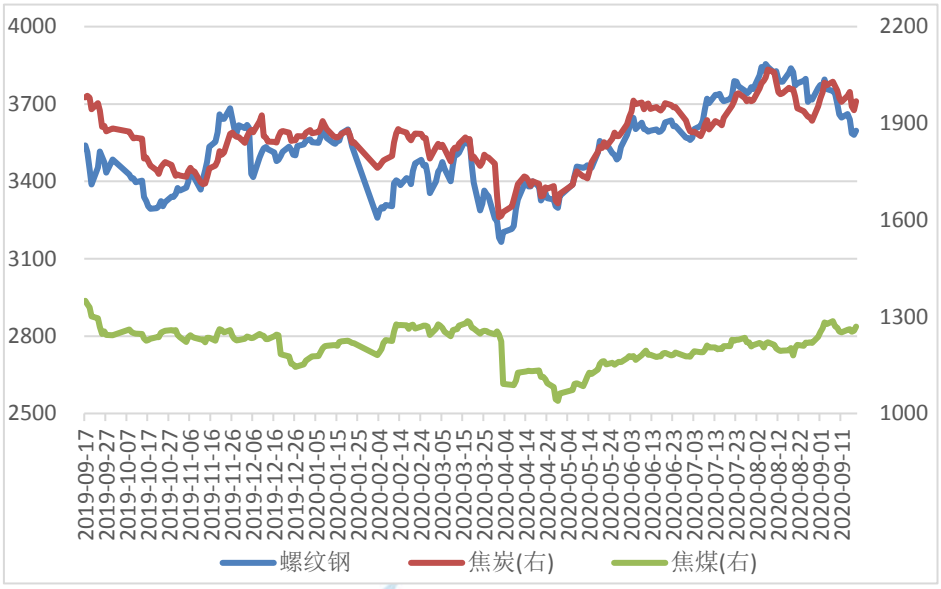
另一方面，全球原油库存出现明显的下降，美国原油库存降幅超预期。美国情报署（EIA）公布的数据显示，截至 9 月 11 日当周 EIA 原油库存变动实际公布减少 438.90 万桶，预期增加 145.3 万桶，前值增加 203.3 万桶。同时，美国石油协会（API）公布的数据显示，截至 9 月 11 日当周 API 原油库存意外减少 951.7 万桶至 4.946 亿桶，预期增加 204.9 万桶，其中库欣原油库存减少 79.8 万桶。

原油需求放缓导致油价承压，预计油价仍将缓慢上涨。随着各国疫情逐渐解封，全球原油需求在 5-6 月期间大幅复苏，但现在已经停滞不前。目前每天的石油消耗量约为 9200 万桶，疫情爆发前这一数字约为 1 亿桶。市场此前预期原油消费量在今年第三季度和第四季度将稳步增长，但随着一些国家努力应对反弹的疫情，现在市场正在降低此预期，这导致油价在 9 月以来累计下跌约 5%。不过经济仍在继续复苏，预计未来至少是中期，油价整体将会上涨，但涨幅可能是缓慢的。

3.4 黑色产业链分析：下游需求继续回升，双焦价格止跌回升，但房地产融资新政仍对螺纹钢造成拖累

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：螺纹钢、焦煤跌幅收窄，焦煤止跌回升（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

下游市场整体需求持续修复，但房地产融资新政的不利影响，对黑色产品价格造成一定拖累，螺纹钢价格持续下跌，但上游焦煤焦炭价格已经止跌回升，随着下游需求逐渐释放，黑色产品价格或将出现一轮上涨潮。公布的宏观数据显示，整体市场需求继续得以修复，8 月房地产业和基建业投资同比增速均回升或跌幅收窄，拉动产业层面数据全面向好。但 8 月底的座谈会提出对房地产企业融资实行“三道红线”政策后，房企有降杠杆的诉求，8 月房地产开发资金来源中的国内贷款增速大幅下降至负数，房地产新开工面积当月增速意外从 11.8%大幅滑落至 2.2%，这对螺纹钢价格仍造成一定拖累。相比上周，本周螺纹钢基本面边际改善，表观消费量环比回升，螺纹钢产量 372.6 万吨，环比较上周增加 1.06 万吨；总库存（厂库+社库）1236.38 万吨，较上周减少 15.37 万吨，其中社库减少较多，为 12.48 万吨；表观消费量为 387.97 万吨，环比增加 9.77 万吨。

双焦方面，需求端下游钢厂铁水产量虽有回落但仍在历史高位，高炉产能利用率小幅下降，终端需求偏强支撑了钢厂生产意愿。焦炭产量小幅增加，但焦化厂焦炭库存依然保持低位，钢厂、港口继续去库存，焦炭现货维持偏紧格局，第三轮提涨落地可能较大，山西临汾有去产能政策出台，实际执行可能有不确定性。从运行数据看，本周焦企开工率下降 0.54 个百分点至 74.77%，但仍处于历史较高水平，焦炭总库存下降 0.67 万吨至 31.49 万吨。近日受黑色预期波动影响，焦煤期货价格震荡运行，在黑色系品种中总体表现较强，供需面偏紧拉动焦煤价格上涨。近期焦煤产量平稳，洗煤厂开工率继续下行，下游焦炉、高炉维持高开工率，补库也相对积极，焦煤需求维持高位。海运煤通关政策仍偏紧下，蒙煤通关稳中有增，总进口量小幅减少。

3.5 人民币兑美元汇率分析：人民币汇率上涨，短期仍有进一步走强空间

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.7591，较上周上涨 1.17%。即期汇率报 6.7588，较上周上涨 1.14%。美元指数本周跌 0.26%，结束两周连涨走势。

美元指数连续第多个交易日下跌，近期发布的数据喜忧参半，市场再度担心经济复苏势头衰减。围绕美元的继续看跌立场仍然存在，因美联储的“维持低利率较长期”立场，冠状病毒大流行的持续推进，以及投机仓位的看跌头寸和 11 月大选前的政治不确定性。受到美元指数下跌影响，人民币汇率上涨。

从短期来看，人民币应该仍然处于震荡中偏强的走势。原因在于在全球经济中，中国经济率先从疫情冲击中走了出来。在今年十月份美国大选之后，随着中美关系的不确定性的降低，人民币还有进一步走强的空间。

但从更长期来看，令人民币走强和走弱的因素仍同时存在。人民币兑美元汇率应会呈震荡趋势。一方面，中国的货币政策也相对克制，并没有像美联储那样长期维持超宽松态势。中美之间货币政策的差异将继续支持人民币走强。另一方面，美元指数已接近阶段性底部，进一步走弱空间有限。美国经济也在持续复苏，与中国经济之间的差异会逐步减小。人民币升值开始给国内出口企业带来压力。这些因素会抑制人民币进一步升值。基于这两方面原因，人民币还将维持偏强的双向波动格局。

图 15：人民币兑美元汇率中间价上涨



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 16：美元指数本周下跌



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，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	建议保持偏中性仓位，重心仍在个券/板块轮动等结构性机会的把握上，关注以下行业及逻辑：（1）关注上游资源品种有成长性的周期行业；（2）对于可选消费行业（如汽车、社服、旅游等）及基建相关（如工业机械、电力、环保等）行业，优质个券受到市场关注以及稳定盈利支持，后续仍有入场的机会；（3）金融仍是少数低估值板块；（4）关注调整后的行业龙头个券。
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	近期黄金波动略大，但是从中期来看，疫情仍没有得到有效遏制，美联储、英国央行、日本央行同时公布利率决议，同时选择了按兵不动，维持当前利率不变，超宽松货币政策将延续下去，这将为金价中期上行提供支撑。但近期各主要国家的经济数据显示经济前景有明显的向好迹象，这给金价上涨带来压力。

资料来源：中航证券金融研究所，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，金融研究所所长。
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。