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：8月金融数据超预期，长债收益率先下后上，利率曲线陡峭化（2020.09.07-2020.09.11）

金融市场分析周报　　2020年9月14日

摘要

- **进出口数据：受海外经济复苏提振，出口继续超预期增长，但进口依然疲软。**8月，海外经济继续复苏，疫情仍在一些国家蔓延，拉动包括口罩在内的纺织品、医疗仪器及器械等防疫物资出口仍高速增长，高新技术产品、机电产品出口也保持较快增长。中国对美出口同比大幅提升，对东盟出口保持快速增长，但对欧盟和日本出口下降，出口格局有所分化。主要大宗商品进口量同比增长，但进口额却因商品价格下跌而出现回落。

- **CPI、PPI数据：食品价格上涨放缓拉动CPI涨幅回落，需求恢复下PPI降幅继续收窄。**受猪肉等食品价格涨幅放缓的影响，8月CPI同比上涨2.4%，回落0.3个百分点。工业生产进一步提速，上游原材料需求增加，PPI同比下降2%，收窄0.4个百分点。CPI和PPI一下一上，说明后疫情时代中国经济面临结构性问题，生产供给改善明显好于需求，需求端仍然疲软。拉动CPI的主要是猪瘟、水灾、高温等因素，但这些因素并不具有可持续性，CPI未来将继续回落，同时需求恢复也将进一步拉动PPI向上修复，四季度有望转正。

- **金融数据：地方债和国债创记录发行助推社融规模远超预期增加，未来“宽信用”仍是主角。**8月政府债券融资超一万亿元，同比大幅增加。部分实体融资需求由表内转向表外，银行承兑汇票融资亦增加较多。此外，政府债券巨量增加并未挤出企业债券融资，企业债券和股票融资仍表现强劲。信贷方面，居民和企业中长期贷款仍是支撑人民币信贷快速增加的主要因素。M2增速下降，但M1增速上升，两者剪刀差大幅收窄，或与房地产市场销售火热有关，同时也表明企业活力良好，实体流动性继续改善，信用仍在扩张，经济料延续温和反弹。

- **资金面及央行公开市场操作：央行公开市场净投放2300亿元，本周资金面整体宽松，隔夜和7天回购加权利率均有所下行。**隔夜资金价格下跌至2%以下，DR007围绕政策利率小幅波动，央行投放的短期流动性对缓和银行负债端压力并无实质帮助，市场对中长期资金谨慎预期未改。由于七天资金可跨税期，因此近日走势也相对坚挺，降幅有限。9月中下旬财政支出将对市场流动性形成补充，资金面压力将迎来阶段性缓解。

- **利率债：8月金融数据反映出经济仍在渐进修复的路上，长端利率债弱势难改，关注中短端配置机会。**本周债券市场悲观情绪较上周有所缓和，但是整体仍然偏谨慎，长债收益率在周中央行连续大额净投放的情况下短暂下行之后，再度回归上行，而短端在流动性宽松的背景下，下行比较明显，3-5年期活跃券收益率较上周下行了5-7bp左右，利率曲线走陡。8月金融数据显示经济仍在渐进修复中，货币政策将继续保持中性，债券市场偏弱趋势尚待逆转。需关注下周MLF投放量，央行是否进行大额净投放，如流动性的边际变化得到确认，短端利率上行风险将得到缓解，可继续关注3年期和5年期利率债的配置机会。

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

- **可转债：全周转债市场缩量下跌，预计短期内市场震荡概率较大，保持对周期、可选消费、基建、金融等行业的关注。**本周权益市场延续震荡下行趋势，各市场均显著下跌，创业板指跌幅领先，可转债市场整体跟随权益市场下跌。从本次外盘大跌带动 A 股市场情绪的情况来看，市场真正容忍度较低的是过高的涨幅，目前建议规避高位品种。短期来看，权益市场弱势震荡概率较大，可转债投资建议保持对周期、可选消费、基建、金融等行业的关注。

- **权益市场：本周市场连续调整，弱势明显，不必过度悲观 短期调整孕育中期机会。**上证综指全周下跌 2.83%，深圳成指和创业板指更分别下跌 5.23%和 7.16%。个股普跌，尤其是前期炒作明显的无基本面支撑的低价创业板股和估值高企的次新股短期跌幅巨大，市场亏钱效应较明显。中期看，中期逻辑并未改变，8 月国内宏观经济持续恢复，运行向好；全球货币宽松，国内流动性中长期宽松方向不改；以及国内居民财富继续向股权等金融资产转移配置，将驱动 A 股市场在短期回调后继续向上运行。投资者不必过度悲观，短期情绪的过度悲观往往预示着中期机会。投资上，要看到中期机会，短期同时应留意个股风险；自下而上、精选优质公司，把握上市公司内在价值提升的投资机会。板块方面，建议继续重点关注金融，周期型成长、可选消费，以及受益于全球流动性泛滥的贵金属和资源类公司机会。

- **黄金：海外疫苗研发受挫、美国失业人数偏高以及新经济刺激议案达成难度大等促使金价反弹。**尽管美元继续升值，但阿斯利康因一名注射者出现严重不良反应而暂停正在研发中的新冠疫苗，美国上周初请失业金人数仍徘徊在较高水平表明美国经济复苏正在放缓，美国国会两党长时间无法就新的经济救助方案达成一致意见，未来经济持续复苏的不确定性增加，投资者避险情绪提升，拉动金价上涨。近期金价交错涨跌不一，表明市场对未来金价走势产生明显分歧，短期金价仍有上涨可能，但突破每盎司 2000 美元关键价位仍需较大支撑。

- **原油：经济复苏放缓导致原油需求前景暗淡，油价再次大跌且震荡加大。**本周国际原油价格继续大跌，跌至每桶 40 美元以下，刷新 6 月中旬以来低位，下跌的主要原因有三个：沙特降低运往亚洲的油价、成品油需求恢复缓慢、美国新经济救助方案通过难度较大。此外，美国大选临近，两位总统候选人在经济、税收等政策方向上策略重点不同，导致投资者对经济前景看法各异，不确定性增加，从而对油价产生拖累。下周的 OPEC+会议或将主要关注当前减产协议的执行度，而不是进一步减产，但油价进一步大跌的基础不存在，预计短期内油价将在每桶 40 美元上下震荡。

- **黑色产业链：地产政策收紧以及外盘价格暴跌引起恐慌情绪，投资者获利了结，黑色价格转跌。**受近期美股原油暴跌恐慌情绪影响，市场投资者情绪转弱并选择获利了结，对黑色价格带来打击。由于下游钢厂需求下降，焦炭价格一路下滑，但依靠前期价格的上涨，焦化企业利润依然可观，焦企开工率维持高位，但焦炭库存大幅增加。考虑到钢厂去库压力以及利润情况，预计焦炭期价中期将承压运行。焦煤难独善其身，价格也出现回调。考虑到地方债超规模发行将拉动基建项目加快进度，螺纹钢及上游原材料的需求将回升，预计今年内黑色产品价格整体趋于上涨。

- **人民币汇率：人民币汇率小幅调整，短期不建议盲目追高。**本周受到美元指数的上行影响，人民币汇率小幅调整，但是仍在历史高位。涉及全球政治、经济和市场资金面等多种随机因素，不建议追高。但是从长期来看，人民币仍有较大的升值空间。

风险提示：货币政策超预期收紧

目录

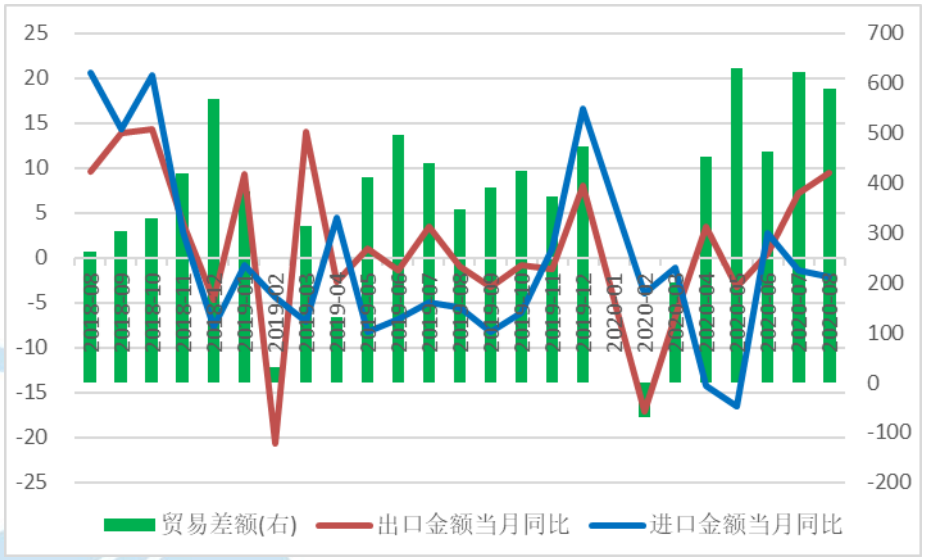
一、 本周重点经济数据分析 4
1.1 8 月进出口数据 4
1.2 CPI/PPI 数据 4
1.3 社融数据 6
1.4 本周要闻 9
二、 固定收益市场分析 10
2.1 资金面分析 10
2.2 利率债走势分析 11
2.3 存单与信用债分析 12
2.4 可转债分析 13
三、 主要资产价格分析 15
3.1 权益市场分析 15
3.2 黄金市场分析 17
3.3 原油市场分析 18
3.4 黑色产业链分析 19
3.5 人民币兑美元汇率分析 19

一、 本周重点经济数据分析

1.1 受海外经济复苏提振，出口继续超预期增长，但进口依然疲软

海关总署 9 月 7 日发布的贸易数据显示，在海外经济复苏及防疫物资出口带动下，中国出口继续大幅增长。以美元计，8 月中国出口同比增长 9.5%，涨幅较 7 月提高 2.3 个百分点，超出市场预期；进口同比下降 2.1%，降幅较 7 月扩大 0.7 个百分点，略低于市场预期；当月实现贸易顺差 589.3 亿美元，较 7 月减少 34 亿美元。

图 1：8 月出口增速加快，但进口继续萎缩（%，亿美元）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

海外疫情仍在蔓延，防疫物资出口仍然是支撑出口增长的主要拉动力。包括口罩在内的纺织品出口同比增长 47%，较 7 月下降 1.4 个百分点；医疗仪器及器械同比增长 38.9%，较 7 月大幅回落 39 个百分点，两者仍大幅高于总体平均增速。高新技术产品、机电产品出口仍保持较快增长，增速分别为 11.9%、11.8%，较 7 月分别下降 3.7 个百分点和上升 1.6 个百分点。

中美摩擦的影响有所弱化。8 月中国对美国出口同比大幅增长 20%，较 7 月提高 7.5 个百分点。中国对其他主要贸易伙伴出口则出现分化，对第一大贸易伙伴东盟出口同比增长 12.9%，较 7 月回落 1.1 个百分点；对欧盟出口同比下降 6.5%，降幅扩大 3.1 个百分点；对日本出口同比下降 0.8%，降幅收窄 1.2 个百分点。

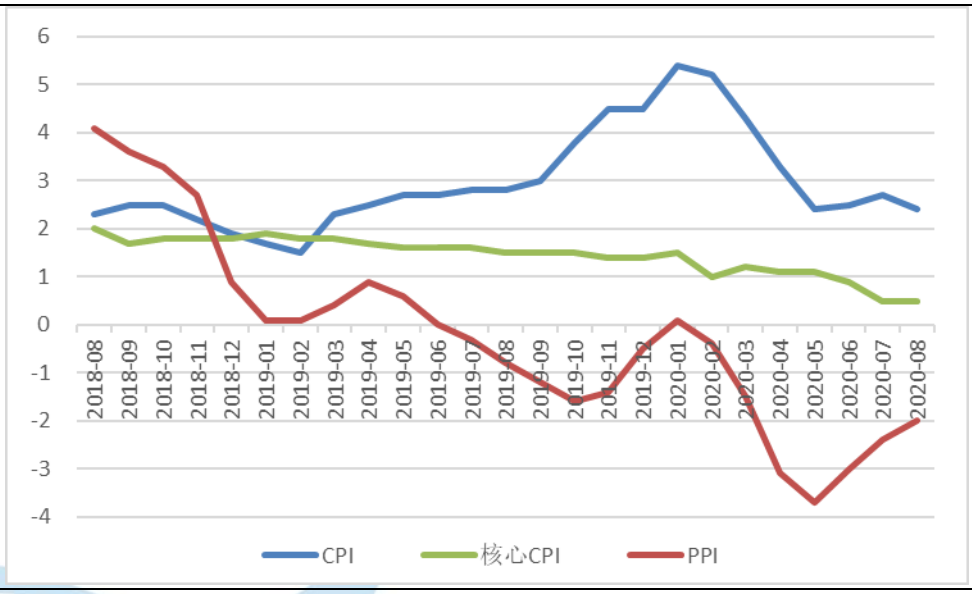
主要大宗商品进口方面，进口量和进口额同比均大幅回落。8 月原油进口量同比增长 12.6%，较 7 月大幅回落 12.4 个百分点，进口额同比降幅收窄 2.2 个百分点至 24.6%；铁矿石进口量同比增长 5.8%，大幅回落 18 个百分点，进口额由正转负，大幅回落 15.5 个百分点至-4.9%；大豆进口量同比增长 1.3%，大幅回落 15.5 个百分点，进口额回落 16.9 个百分点至-1.3%。

1.2 食品价格上涨放缓拉动 CPI 涨幅回落，需求恢复下 PPI 降幅继续收窄

国家统计局 9 月 9 日公布的数据显示，受猪肉等食品价格涨幅放缓的影响，8 月居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.4%，涨幅较 7 月回落 0.3 个百分点；扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%，与 7 月持平。工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 2%，降幅较 7 月收窄 0.4 个百分点。CPI 和 PPI 一下一

上，均符合市场预期，反映出后疫情时代中国经济面临的一个结构性问题，即生产供给改善明显好于需求，需求端仍然疲软。

图 2：8 月 CPI 同比涨幅回落，PPI 降幅继续收窄（%）

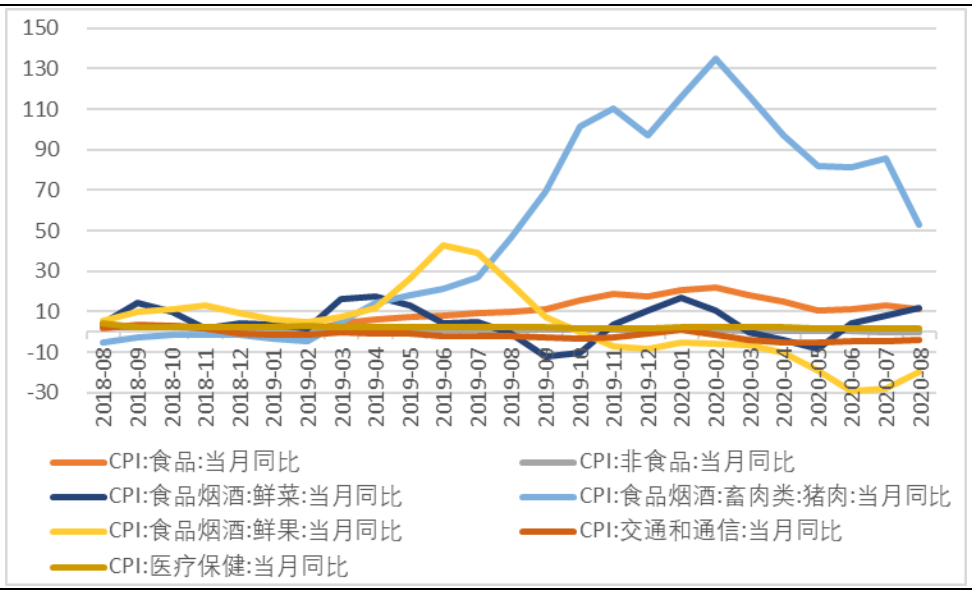


资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

食品价格一直是推动 CPI 上涨的主因。8 月，食品价格同比上涨 11.2%，涨幅较 7 月回落 2 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.33 个百分点，其中，猪肉价格上涨 52.6%，涨幅大幅回落 33.1 个百分点，牛羊肉价格涨幅亦回落；鸡肉和鸭肉价格同比分别下降 1.6%和 0.9%。一些地区洪涝灾害和高温天气，导致鲜菜价格同比上涨 11.7%，涨幅扩大 3.8 个百分，鲜果和鸡蛋价格同比降幅也不同程度收窄。非食品价格同比上涨 0.1%，而 7 月持平，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点。

为应对疫情对经济造成的冲击，货币增速和社融规模快速增加，但超宽松的信用环境并未传导至价格上，随着复工复产和经济反弹，货币政策开始退出疫情期间的超宽松状态，并趋于正常化。近期导致 CPI 变动的主要是、水灾、高温等短期因素，但这些因素并不具有可持续性，因此 8 月 CPI 重回下降通道，货币政策更加缺少了进一步收紧的现实背景。

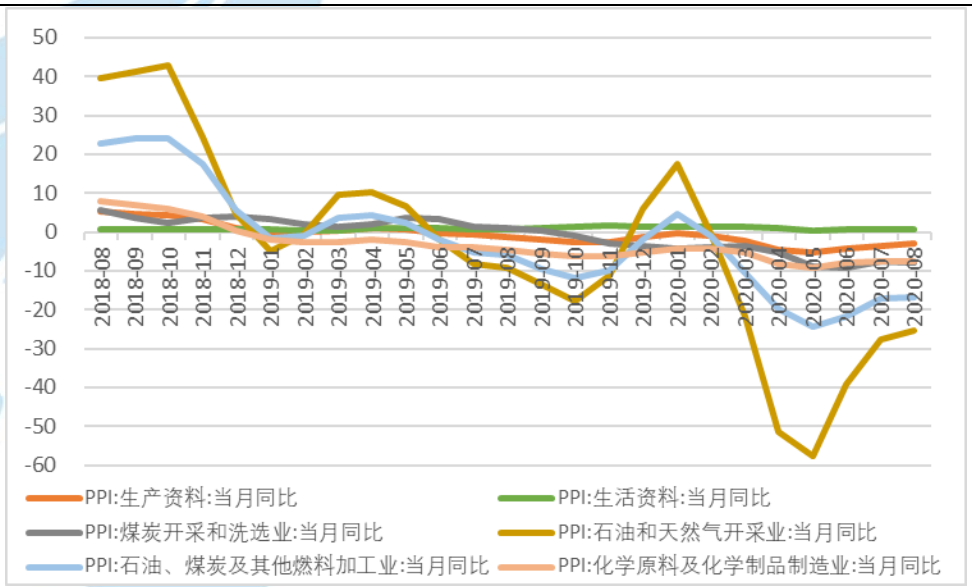
图 3：食品价格一直是推动 CPI 上涨的主要因素（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

随着工业生产进一步提速，对上游原材料需求增加，8 月 PPI 同比降幅继续收窄 0.4 个百分点至 2%，其中，生产资料价格下降 3%，降幅较 7 月收窄 0.5 个百分点；生活资料价格上涨 0.6%，涨幅回落 0.1 个百分点。石油和天然气开采业，石油、煤炭及其他燃料加工业等价格同比降幅均收窄。随着需求继续恢复，预计 PPI 未来会进一步向上修复，四季度有望转正。

图 4：生产资料降幅收窄，但生活资料涨幅小幅回落（%）

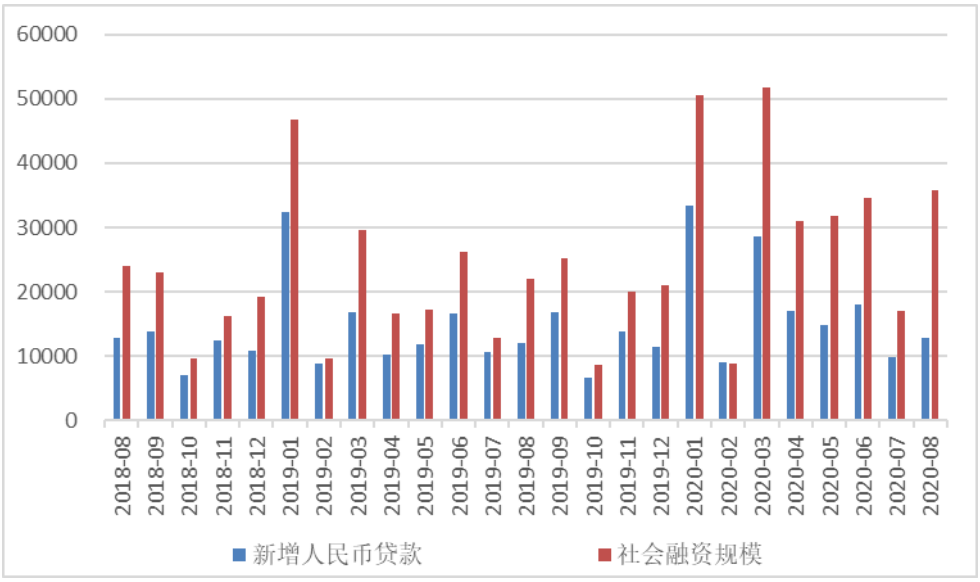


资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

1.3 地方债和国债创记录发行助推社融规模远超预期增加，未来“宽信用”仍是主角

央行 9 月 11 日发布的金融数据显示，8 月新增社会融资规模 3.58 万亿元，同比多增 1.39 万亿元，环比多增 1.89 万亿元；到 8 月底，社会融资规模存量 276.74 万亿元，同比增长 13.3%。新增人民币贷款 1.28 万亿元，较去年同期多增 694 亿元，较 7 月多增 2873 亿元；到 8 月底，人民币贷款余额 167.47 万亿元，同比增长 13%。以上金融数据均远超市场预期。广义货币供应量（M2）同比增长 10.4%，狭义货币供应量（M1）同比增长 8%，略低于市场预期。

图 5：8 月人民币信贷和社融规模远超市场预期（亿元）



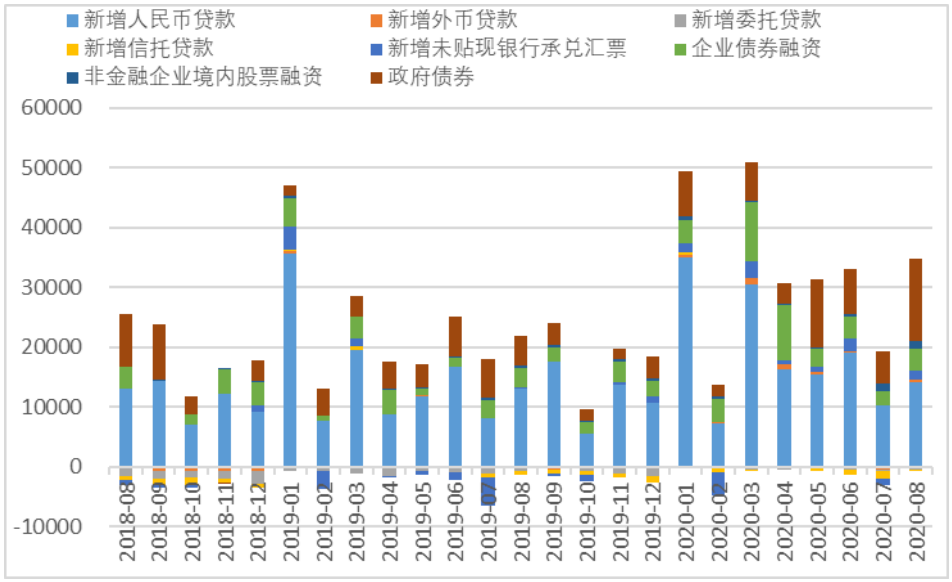
资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

地方债和国债创历史记录的发行量是助推新增社会融资规模大幅增加的主要因素。8 月政府债券新融资 1.38 万亿元，同比大增 8729 亿元，接近 2 倍，贡献当月新增社融的 39%。近期财政部积极指导各地政府加快地方债券发行速度，可以通过财政部数据看到，8 月地方政府债券发行 1.2 万亿元，其中新增债券 9208 亿元，再融资债券 2789 亿元。到 8 月底，今年累计新增债券 37499 亿元，已完成全年发行计划的近 80%。

新增社会融资规模大幅增加的另一个原因是表外融资规模也超预期。8 月，非标融资共增加 710 亿元，同比多增 1725 亿元，其中委托贷款减少 415 亿元，同比少减 98 亿元；信托贷款减少 316 亿元，同比少减 342 亿元；未贴现银行承兑汇票增加 1441 亿元，同比多增 1284 亿元。未贴现银行承兑汇票同比大幅增加，原因可能有两个：一是 8 月票据到期量较少；二是由于表内信贷政策偏紧，部分实体融资需求由表内转向表外。8 月下旬政府召集房企开会，对房企贷款条件设定“三道红线”，进一步收紧地产融资政策，同时打击影子银行力度不减，说明政策收紧效果还没有完全显现，实际信托贷款萎缩幅度明显低于市场预期，预计 9 月信托贷款规模或将下降。

政府债券大幅增加并未挤出企业债券融资，企业债券融资仍表现强劲，好于市场预期。8 月企业债券净融资 3633 亿元，同比多增 249 亿元。此外，在股票市场持续火爆的情况下，股票融资也保持在较高水平，8 月非金融企业境内股票融资 1282 亿元，同比大幅多增 1026 亿元。

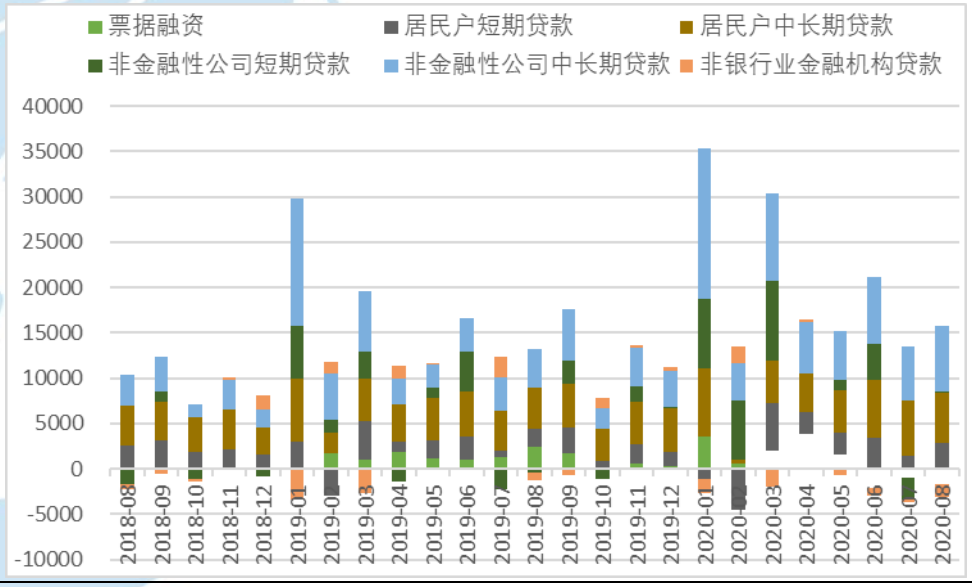
图 6：政府债券创纪录发行推动 8 月社融规模大幅增加（亿元）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

从信贷结构看，居民和企业中长期贷款仍是人民币信贷快速增长的主要支撑力。居民端，8 月新增短期贷款和中长期贷款分别为 2844 亿元和 5571 亿元，同比分别多增 846 亿元和 1031 亿元，原因是一方面居民消费水平继续提升，另一方面 8 月房地产和汽车市场消费均明显反弹，拉动居民贷款增长。企业端，8 月中长期贷款规模为 7252 亿元，占 8 月新增信贷的一半以上，同比多增 2967 亿元，但企业票据融资却减少 1676 亿元。

图 7：居民和企业中长期贷款仍支撑 8 月人民币信贷快速增加（亿元）

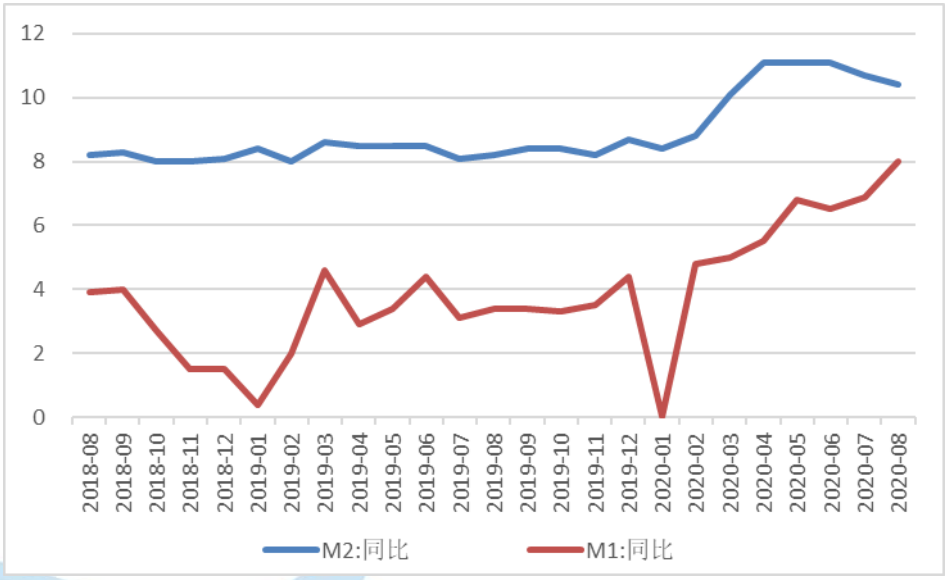


资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

货币供应量方面，8 月末 M2 余额 213.68 万亿元，同比增长 10.4%，环比下降 0.3 个百分点，但同比高出 2.2 个百分点，说明财政投放还比较缓慢，资金尚未从政府部门流向企业和居民部门。但 M1 余额 60.13 万亿元，同比增长 8%，增速环比提高 1.1 个百分点。因此 M2 和 M1 一降一升，两者剪刀差收窄 1.4 个百分点，市场认为主要与房地产市场销售火热有关，部分地区地产调控有所收紧，反而促使居民购房抢跑、银

行加快房贷投放。同时，M1 上升、M1 和 M2 剪刀差收窄，也表明企业活力良好，实体流动性继续改善，信用仍在扩张，经济料延续温和反弹。因此未来政策整体上，“宽信用”仍是主角，“宽货币”或将退去。

图 8：M2 同比下降，但 M1 同比上升（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

综合来看，8 月金融数据反应出一些关键信息：第一，社融规模大幅超出市场预期，主要是非标融资显著好于预期，显示实体融资需求较强，而表内信贷政策趋紧导致融资转向表外；第二，结构来看，企业中长期贷款、居民信贷延续同比多增；第三，M1 走高显示地产销售依然火热，也反映实体流动性继续改善，M2 走低主要系政府债券发行到拨付的时滞，相应出现财政存款同比多增。

1.4 本周要闻

1、8 月物价、进出口数据出炉

近日国家统计局公布 8 月 CPI 和 PPI 数据，8 月 CPI 同比上涨 2.4%，核心 CPI 同比上涨 0.5%。其中食品价格上涨 11.2%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格上涨 3.9%，服务价格下降 0.1%。8 月 PPI 同比下降 2.0%，环比上涨 0.3%；工业生产者购进价格同比下降 2.5%，环比上涨 0.6%。工业品涨价主要集中在上游，生活资料 PPI 相对较弱，核心 CPI 同比基本持平，验证了经济正“弱复苏”，疫情后生产已基本恢复，需求特别是服务消费仍有待提升。

近日海关总署公布了 8 月份货物贸易进出口数据，8 月份，我国外贸进出口 2.88 万亿元，增长 6%。其中，出口 1.65 万亿元，增长 11.6%；进口 1.23 万亿元，下降 0.5%；贸易顺差 4165.9 亿元，增加 74.4%。值得注意的是，这是我国外贸出口自 4 月份以来连续 5 个月正增长，连续两个月保持两位数增长。海关总署统计分析司司长李魁文认为，这主要得益于我国统筹疫情防控和经济社会发展工作取得重大成果，内需保持回升势头，外需也同步有所改善，复工复产逐月好转，稳外贸政策效应持续显现。

2、上市公司协会总结上半年上市公司经营情况

上市公司协会会长宋志平在“2020 中国国际金融年度论坛”上称，A 股 3975 家上市公司已披露今年半年业绩报，共实现营业收入 23.4 万亿元，同比下降 1.7%，实现的规模净利润为 1.8 万亿元，同比下降了 17%。从单季来看，今年二季度 A 股上市公司的业绩明显改善，营业收入同比增长 2.7%。科创板企业业绩尤为突出，上半年营业收入和净利润同比分别增长了 5.8%和 42.3%。

3、《保险资产管理产品管理暂行办法》配套规则问世

银保监会发布《保险资产管理产品管理暂行办法》配套规则，分别为《组合类保险资产管理产品实施细则》《债权投资计划实施细则》和《股权投资计划实施细则》。三个细则遵循坚持严控风险的底线思维、坚持与大资管市场同类私募产品规则拉平等原则，对有关要求做了进一步细化，有利于对三类产品实施差异化监管。

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 2300 亿元，资金面整体宽松，短端资金价格下行

1）央行的公开市场操作：央行公开市场净投放 2300 亿元

本周央行公开市场有 3900 亿元逆回购到期，央行累计进行了 6200 亿元逆回购操作，因此本周净投放 2300 亿元。下周（9 月 14 日至 18 日）央行公开市场将有 6200 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 1000 亿元、1700 亿元、1200 亿元、1400 亿元、900 亿元。此外下周四（9 月 17 日）有 2000 亿元 MLF 到期，下周五（9 月 18 日）有 500 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	-800	-700	-200	-1200	-1000
7 天	1000	1700	1200	1400	900
14 天	0	0	0	0	0
TMLF（投放）366D	0	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
净投放	200	1000	1000	200	-100

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：资金面整体宽松，短端资金价格下行

本周资金面整体宽松，隔夜和 7 天回购加权利率均有所下行，隔夜资金价格下跌至 2%以下，DR007 围绕政策利率小幅波动，央行投放的短期流动性对缓和银行负债端压力并无实质帮助，市场对中长期资金谨慎预期未改。由于七天资金可跨税期，因此近日走势也相对坚挺，降幅有限。

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	2.1291	2.0707	1.6471	1.3864	1.5072
	R007	2.3267	2.3259	2.2876	2.2033	2.1874
	R014	2.4287	2.4399	2.4834	2.4227	2.3216
	R021	2.3315	2.2939	2.2890	2.1349	1.9812
	R1M	2.7130	2.7459	2.7868	2.7499	2.7733
上交所协议回购	206001	4.3320	4.1890	3.7350	3.9850	3.9800
	206007	4.2880	4.0920	4.2220	4.0540	4.2350
	206014	4.8420	4.8720	5.0800	5.4640	5.4200
	206021	4.7840	5.3600	5.4990	6.0000	6.0600

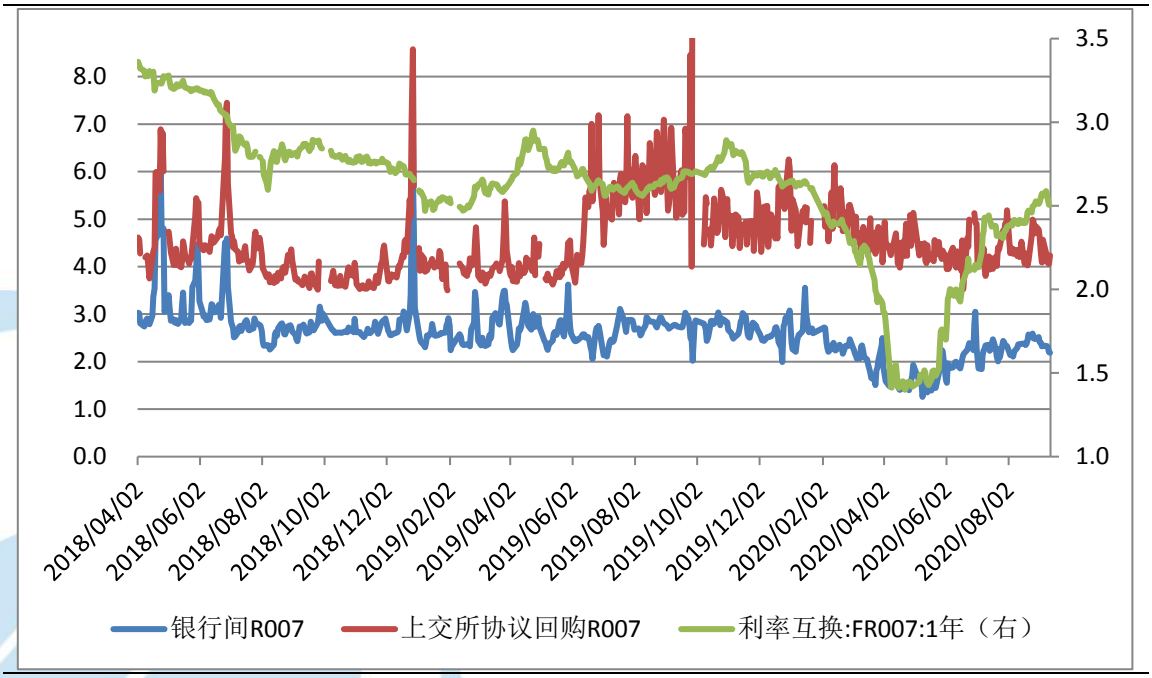
	206030	5.5000	5.5000	4.9100	5.2070	4.3220
利率互换定盘：1Y	FR007	2.5881	2.5637	2.5348	2.5050	2.5060

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：9 月中下旬财政支出将对市场流动性形成补充，资金面压力将迎来阶段性缓解

展望未来，9 月中下旬财政支出将对市场流动性形成补充，资金面压力将迎来阶段性缓解。央行实施降准的概率不大，更可能通过公开市场操作来进行灵活调节。随着我国疫情防控趋势向好，经济社会秩序不断恢复，未来我国货币政策将更加注重结构化取向和直达实体经济。下周将迎来税期以及大量公开市场操作到期，MLF 续作情况将备受关注，预计央行公开市场将继续保持灵活适度操作。

图 9：本周资金面整体宽松（%）



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：金融数据超预期，长端利率上行风险仍存

1）利率债走势复盘：央行连续两日大额净投放，长债收益率先下后上，利率曲线走陡

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 100.0750，较上周上涨 0.28%。10 年期国债期货主力合约 T2009 价格 98.6350，较上周上涨 0.59%。2 年期国债期货主力合约 TS2009 价格为 100.3550，较上周上涨 0.2%。

本周债券市场悲观情绪较上周有所缓和，但是整体仍然偏谨慎，长债收益率在周中央行连续大额净投放的情况下短暂下行之后，再度回归上行，而短端在流动性宽松的背景下，下行比较明显，3-5 年期活跃券收益率较上周下行了 5-7bp 左右，利率曲线走陡，10-3 和 10-5 利差走阔幅度较大，分别为 9bp 和 8bp。具体来看，周初央行仍旧是小额净投放进一步压制了债市的情绪，但是随后两个交易日央行连续两日净投 1000 亿元，加之原油和美股周二晚间大跌，明显带动了债市的多头情绪，长债收益率连续两日明显下行，10 年国债收益率一度下行至 3.1%以下，但是周四开始，随着资金面的小幅收敛，债券市场重回谨慎，周五上午，央行小额净回笼 100 亿元，国债新发 30 年发在 3.81%，结果一般，债市仍旧延续收益率小幅上行的行情，然而下午 4 点左右 8 月金融数据发布，社会融资规模超预期，债市再次遭受重创。全周，10 年期国债活跃券 200006 上行 2BP 至 3.14%，10 年国开债活跃券 200210 下行 0.5BP 至 3.6825%。

图 10：本周 10 年期国债收益率上涨（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2）利率债展望：8 月金融数据反映出经济仍在渐进修复的路上，长端利率债弱势难改，关注中短端配置机会。

综合 8 月金融数据的表现来看，社融规模中非标融资显著好于预期，显示实体融资需求较强；贷款结构中长期贷款占比持续较高；M1 增速继续回升，均暗示国债利率依然面对上行风险。流动性方面，资金未来一段时间维持紧平衡，货币政策的取向仍是保定力、稳企业、防空转。经济方面，增长动力仍在，实体企业仍然受益于全球逆周期调控下内外需求的共振修复。经济渐进修复仍在路上，货币政策将继续保持中性，债券市场偏弱趋势尚待逆转。

上周的周报中，我们推荐了 3Y 和 5Y 地方债、国债、铁道债，本周 3Y 年和 5Y 的利率债收益率下行幅度明显，需关注下周 MLF 投放量，央行是否进行大额净投放，确认流动性是否发生边际变化。如流动性的边际变化得到确认，短端利率上行风险将得到缓解，可继续关注 3 年期和 5 年期利率债的配置机会。

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上涨

1）一级市场发行：存单发行量与信用债发行量较上周均有所上涨

本周同业存单发行量较上周有所上涨，本周存单发行量约 5,403.10 亿元，较上周发行量上涨 63.77%。本周存单到期量为 4,069.20 亿元，较上周到期量上涨 43.99% 。

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 2,476.49 亿元，较上周环比上涨 12.75%。

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多数上涨

各期限存单收益率多数上涨，1M 存单收益率较上周上涨 35.23bp，3M 期存单收益率较上周下降 1bp，6M 期存单收益率较上周上涨 10.58bp，9M 期存单收益率较上周上涨 3.39bp。

信用债二级市场方面，信用债各等级及各期限收益率多数上涨，AAA 级 1 年期、AAA 级 3 年期、AAA 级 5 年期较上周分别上涨 7.80bp、下降 2.92bp、下降 1.33bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别上涨 5.80bp、上涨 1.08p、下降 1.33bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别上涨 4.80bp、上涨 2.08bp、上涨 2.16bp。

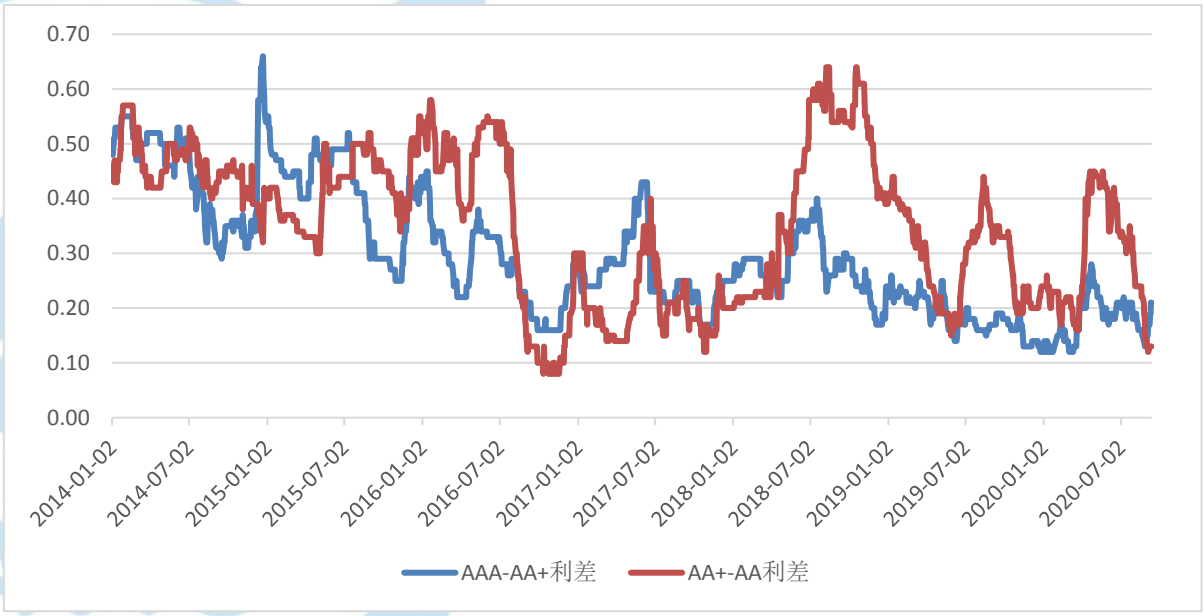
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	3.251	33.60%	7.80
信用债(AAA):3 年	3.7154	33.20%	-2.92
信用债(AAA):5 年	3.969	32.60%	-1.33
信用债(AA+):1 年	3.381	27.80%	5.80
信用债(AA+):3 年	3.925	32.80%	1.08
信用债(AA+):5 年	4.229	30.00%	-1.33
信用债(AA):1 年	3.501	21.30%	4.80
信用债(AA):3 年	4.055	23.40%	2.08
信用债(AA):5 年	4.619	27.80%	2.16

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 4bp 至 21bp，AA+和 AA 之间的利差较前周走阔 1bp 至 13bp。

图 11：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：全周转债市场缩量下跌，预计短期内市场震荡概率较大，保持对周期、可选消费、基建、金融等行业的关注

1）可转债的走势复盘：转债市场跟随权益市场震荡下跌，延续缩量趋势

本周权益市场延续震荡下行趋势，各市场均显著下跌，上证指数本周收于 3260.35 下跌 2.83%，深证成指本周下跌 5.23%，创业板指本周下跌 7.16%，中小板指本周下跌 5.19%，创业板指跌幅领先。可转债市场整体跟随权益市场下跌，本周上证转债下跌 1.65%至 322.65，深证转债下跌 4.09%至 261.32，中证转债下跌 2.59%至 362.95，本周转债成交规模继续缩量。其中，隆 20 转债、科森转债、索发转债、合兴转债、

嘉友转债等领涨，同德转债、希望转债、广电转债、新莱转债、晶瑞转债等领跌。一级方面，本周仅崇达转 2 一只新债发行，嘉友转债、赣锋转 2、隆 20 转债、文科转债、新星转债于本周上市。

从近五年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，本周转股溢价率有显著上升，而隐含波动率依然处于震荡区间。

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、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2）可转债的展望：预计短期内市场弱势震荡概率较大，保持对周期、可选消费、基建、金融等行业的关注

本周创业板指数跌破了前期低点。外盘科技股大幅调整对 A 股高位的白马股形成带动，创业板指的跌幅也在其正常弹性范围内。直接造成后来破位的是周二晚间相对密集的信息流:（1）当日纳指跌幅超过 4%，部分领涨龙头成为领跌；（2）疫苗公司阿利斯康声明称有志愿者出现不良反应——主导次日创业板指午前跌幅的，就是疫苗股，彼时低价股仍在抵抗中；（3）若干创业板低价股特停——这些低价股在午后集体走低，导致破位，次日也领跌市场。本次外盘与 A 股联动的路径不常见：外盘是科技股，而 A 股直接跟跌的是高位的食品、医药和农林牧渔。二者业务上并无直接联系，从本次外盘大跌带动 A 股市场情绪的情况来看，市场真正容忍度较低的是过高的涨幅。下一阶段择券时，建议规避高位品种。

没有新的利空因素的前提下，权益市场进一步回调的空间不大。如果以上证指数为参照对象，3000 点以下对应疫情、中美摩擦和企业盈利最差的情形。如果不再出现多重利空因素叠加的情形，那么上证跌破 3000-3100 点区间的概率并不高。但由于流动性大幅宽松的概率也不高，单靠分子端企业盈利拉动的上涨，可能意味着市场机会更多体现在结构上。短期来看，权益市场弱势震荡概率较大。从具体操作策略来说，第一，从板块上需要注意对应高低估值正股的转债品种的轮换，当前来说，应避免正股高估值品种，而关注一些有逻辑支撑而价格反映未充分的品种。第二，注意关注多空强势均衡格局的发展变化，跟随偏差、防范偏差——总体来说比较确定的是，无论选择哪一边，不久后均会迎来另一方向的反扑，比如如果再次大幅上涨，那么之后多方支撑将越来越弱而空方的压力将越来越大，流动性支撑边际力量下降，一次大的调整是可以预见的，而如果开始下跌释放压力那么下跌过后仍然会因为资金配置逻辑而企稳，因此做好准备随机应变。建议关注以下行业：（1）由于受到大宗商品价格上行的影响，维持对周期类行业的关注；（2）

对于可选消费行业（如汽车等）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。

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：不必过度悲观 短期调整孕育中期机会

1) 权益市场走势复盘——市场弱势调整 但沪指仍处于 3200-3450 点箱体内

本周市场连续调整，弱势明显。上证综指最终收报于 3260 点，全周下跌 2.83%；同期深圳成指和创业板指分别下跌 5.23%和 7.16%。两市合计成交 4.54 万亿元，整体量能环比上周略有萎缩。但从结构看，沪市（1.58 万亿元）有所缩量，而深市（2.96 万亿元）略有放量，其中创业板（1.61 万亿元）大幅放量，呈大幅放量杀跌的态势。

盘面上，本周市场弱势明显，主要股指呈单边下跌走势，其中创业板指周内两个交易日跌幅超过 3%，创业板综指连续两个交易日跌幅超过 4%，仅周五出现初步企稳反弹走势。周内个股普跌，尤其是前期炒作明显的无基本面支撑的低价创业板股和估值高企的次新股，短期跌幅巨大。市场亏钱效应较为明显，对投资者情绪冲击较大。但从上证综指看，市场依旧处于 3200-3450 点箱体格局内。

图 13：沪指继续处于 3200-3450 点箱体内



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 1.66%，报 27665.6400 点，纳指报 10853.5500 点，本周周跌 4.06%，标普 500 指数报 3340.9700，本周周跌 2.51%。

本周美股连续多个交易日高开低走，科技股方面的调整，使得纳指在这一周的表现成为自 3 月以来交出的最糟糕单周成绩单，单周下跌 4.06%。目前的两股力量，一边是美联储注入市场的强大流动性和美国正在改善的经济基本面，而另一边是疫情及大选前景的不确定性以及科技股估值上涨过快的风险，未来的一段时间很可能会看到这两股多空力量持续搏斗。

图 14：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——不必过度悲观 短期调整孕育中期机会

新华社文章批评市场过度炒作行为，引发炒作股短线暴跌，波及市场情绪。9 月 9 日晚间，新华社发表时评文章《坚决遏制创业板炒小炒差“歪风”》。点名“天山 XX”“豫 XX 石”“长方 XX”等少数流通市值小、价格低、基本面差的创业板股票被大幅炒高。文章引发交易监管加强的担忧，随即周四无业绩垃圾股被市场大幅抛售，大量个股暴跌，短期恐慌情绪蔓延，并波及其他个股。

创业板注册制实施以来，在创业板涨跌幅幅度放开后，市场对价差股的炒作行为复燃。如天山生物的短期暴涨，客观上导致市场投资行为向非理性、非价值投资方向发展，威胁市场正常定价机制的发挥。我们认为，虽然遏制短期炒作对市场情绪存在短期不利影响，但尽早抑制此类炒作行为，更加有利于市场形成健康的长期投资文化，更有利于市场长期稳定运行，尤其是有利于市场对真正优质公司的合理定价，利好优质公司股票。

此外，大量新股上市一方面造成市场存量资金分流；另一方面近期这类新股在首日暴涨之后迅速连续暴跌，甚至破发，进一步加剧了短期二级市场的亏钱效应。如凯联新材、凯赛生物等个股。瑞联新材上市首日涨幅仅为 11.84%，上市第 4 个交易日即发生破发，截至周五收盘价较发行价已折价超过 10%。

目前市场情绪已由前期的极度乐观转为浓厚的悲观情绪。但展望后市，投资者大可不必悲观，并应看到短期迷雾中孕育着的中期机会。我们认为，伴随市场的回调，近期大量高估值个股估值已有所回归，市场局部泡沫也有所出清，为后市的平稳运行打下了更为扎实的基础。而更加坚实的中期逻辑是，国内宏观经济持续恢复，运行向好；全球货币宽松，国内流动性中长期宽松方向不改；以及国内居民财富继续向股权等金融资产转移配置，将驱动 A 股市场 在短期回调后继续向上运行。

8 月份主要经济数据如下：CPI 同比上涨 2.4%（前值 2.7%），当前国内通胀压力可控；PPI 同比下降 2.0%（前值-2.4%），工业品价格压力持续缓解；新增社融 3.58 万亿元（预期值 2.6 万亿元），同比多增 1.39 万亿元，金融实体经济的支撑力度较大；人民币贷款增加 1.28 万亿元（预期值 1.25 万亿元），同比多增 694 亿元； M2 回落至 10.4%（预期值 10.7%），低于市场预期，短期货币宽松保持节制。整体看，国内宏观经济延续着复苏进程。

从资金进出看，市场回调后海外资金已开始回流 A 股。虽然陆股通周一大幅净流出 55 亿元，但随后周二净流入 64 亿元，周三受市场大跌影响再次流出 38 亿元，但随后两天依然逆势连续两日净流入。

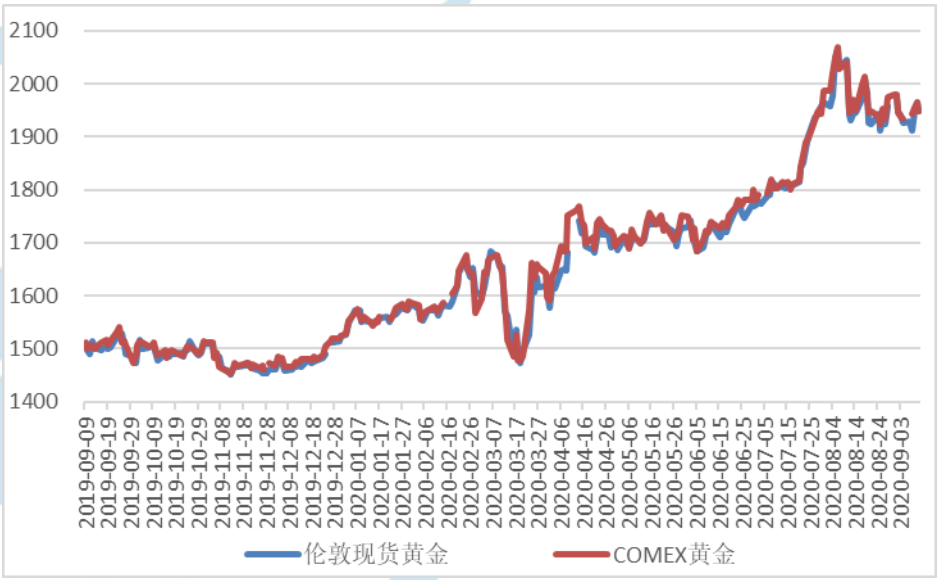
综上，市场中期逻辑并未改变，投资者不必过度悲观，短期情绪的过度悲观往往预示着中期机会，市场将在调整中孕育中期机会。

投资上，要看到中期机会，短期同时应留意个股风险。随着对过度炒作行为的交易监管加强，高估值个股、无基本面支撑的垃圾股，应远离；自下而上、精选优质公司，把握上市公司内在价值提升的投资机会。板块方面，建议继续重点关注金融，周期型成长、可选消费，以及受益于全球流动性泛滥的贵金属和资源类公司机会。

3.2 黄金市场分析：海外疫苗研发受挫、美国失业人数偏高以及新经济刺激议案达成难度大等促使金价反弹

周五，伦敦现货黄金价格较上一交易日下降 18.85 美元，或-0.96%，收报于 1947.4 美元/盎司，但全周实现涨幅 1.1%；美国 COMEX 黄金期货结算价下降 16.4 美元，或-0.83%，收报于 1947.9 美元/盎司，全周累计实现涨幅 0.7%。

图 15：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

由于新冠疫苗研制工作受挫，美国经济扶持议案分歧较大，美国失业人数仍维持高位等，投资者担忧全球经济复苏前景，尽管美元持续升值，金价本周仍反弹。

一位参与疫苗研究的试验者在注射疫苗后反应强烈，并出现不明原因的疾病，阿斯利康决定暂停实验性病毒疫苗的全球试验，包括大规模后期试验，导致该公司疫苗研发延后，对全球市场造成一定不利影响。

美国劳工部公布的上周初请失业金人数仍徘徊在较高水平，表明劳动力市场从疫情的复苏速度正停在放缓。疲弱的美国经济数据引发经济能否快速反弹的疑虑，并强化了低利率将维持更长时间的预期。

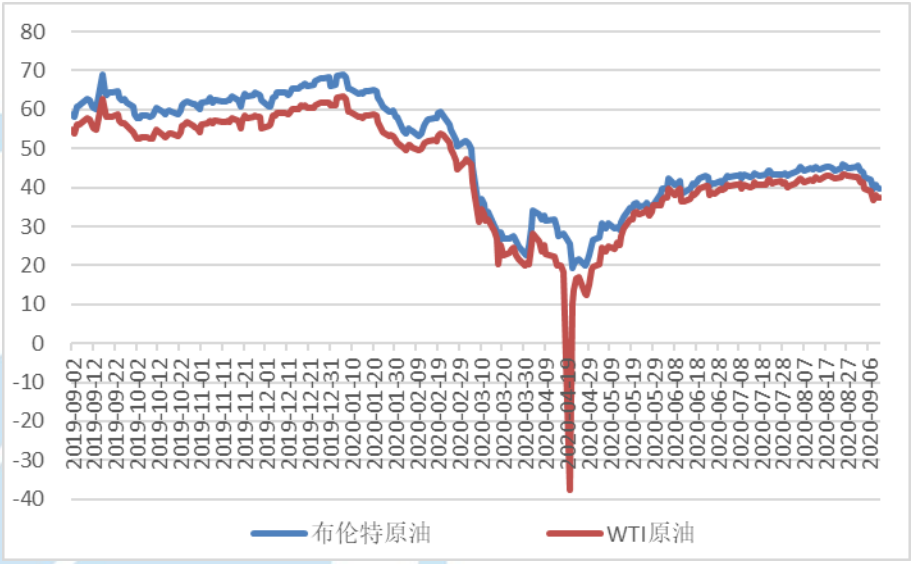
美国国会参议院本周四否决了共和党提出的 3000 亿美元左右的抗疫援助议案，使得未来任何援助议案的前景都存疑。该法案规模较共和党 7 月曾提出的 1 万亿美元计划大大减少，当时的提案甚至都未能获得交付表决的机会，且远低于民主党一直寻求高达 3 万亿美元规模的援助方案。

金价在上个月 6 日创出历史新高后开始下降，近期则持续震荡盘整，但波动幅度明显较之前加大，说明市场对金价的未来走势产生明显分歧。一方面，全球经济在后疫情时期持续复苏，中国和一些欧盟国家例如德国等疫情控制较好的国家的经济恢复较快，但因疫情反复，美国、英国的经济恢复速度减缓；另一方面美联储承诺将在长时间内保持较低利率和较宽松货币政策，美元近期开始走强，但反弹力度不是很大，而且长期看，美元仍有贬值的可能性。预计短期内金价还将继续盘整，如果想再次突破每盎司 2000 美元的关键价位，需要美国经济或国际市场出现向下调整以及美元继续贬值的配合。

3.3 原油市场分析：经济复苏放缓带来原油需求前景下降，油价再次大跌且震荡加大

本周国际原油价格继续大跌，跌破每桶 40 美元，刷新 6 月中旬以来低位。周五，国际基准布伦特原油期货合约结算价下跌 0.23 美元，或-0.57%，收报于每桶 39.83 美元，全周累计大跌 6.63%；美国基准 WTI 原油期货合约结算价微涨美元，或 0.08%，收报于每桶 37.33 美元，但全周却累计大跌 6.14%。9 月以来，美国油价已累计下跌 12%，周二的暴跌更是创下去年 6 月以来的最大单日跌幅。

图 16：本周油价继续大跌（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

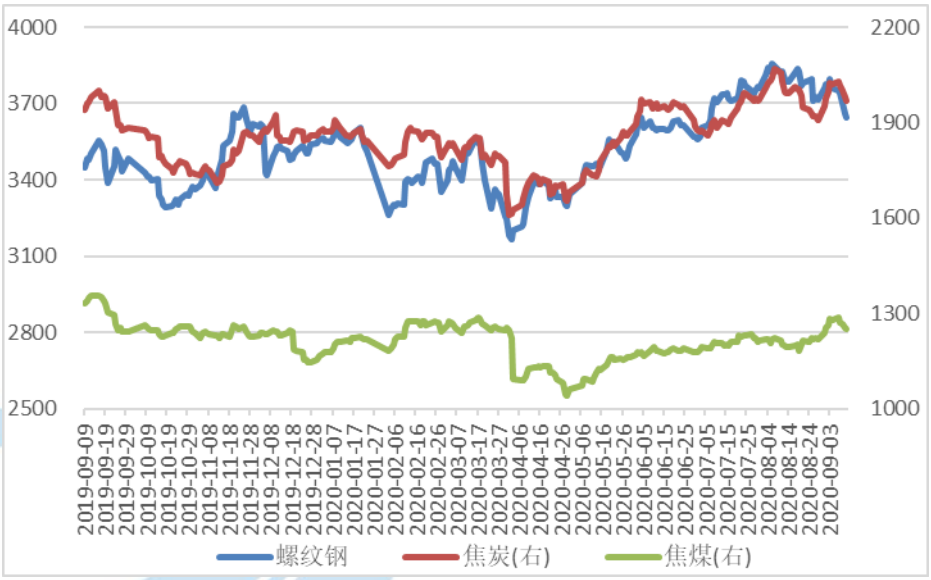
石油大跌的主要原因有三个：首先，在沙特、科威特、阿联酋等产油国出现财政资金短缺的情况下，沙特石油巨头沙特阿美上周六对运往亚洲的每桶原油价格降低了 1.40 美元，下调幅度超出预期。其次，石油逼近极限，但需求却没有上来，成品油需求复苏缓慢，特别是印度疫情越来越严重，对原油需求再度造成损害。上周美国原油库存意外增加了 203.3 万桶，因为墨西哥湾的炼油厂在风暴导致停产后复工速度缓慢，这也是自 7 月中旬以来的首次增加，表明需求复苏脆弱，库存和闲置产能高企，炼油利润率偏低。最后，美国会两党就新的经济刺激方案迟迟达不成一致意见，投资者对经济复苏前景抱有的希望下降，也对油价造成一定拖累。此外，越来越临近的美国大选也增加了经济复苏的不确定性。

OPEC+从 4 月中旬开始创纪录的减产帮助支撑了油价连续上涨，但由于经济表现不佳，油市需求前景依然惨淡。面临油价连续两周大跌，市场担心油价还将进一步下跌。OPEC+市场监督小组将于 9 月 17 日召开会议，预计是否进一步减产将成为会议的一个重点问题。但从之前各产油国的表现来看，俄罗斯等部分国家曾计划提议增产，因此现阶段，OPEC+各产油国或将重点继续努力确保各方更好地遵守原减产协议，而不是推动更大幅度的减产。预计短期内油价将维持在每桶 40 美元上下，大幅反弹的可能性不大。

3.4 黑色产业链分析：地产政策收紧以及外盘价格暴跌引起恐慌情绪，投资者获利了结，黑色价格转跌

本周，螺纹钢期货主力合约结算价较前一周每吨下跌 111 元，或-2.95%，收报于 3647 元/吨；焦炭价格每吨下跌 51.5 元，或-2.55%，收报于 1967 元/吨；焦煤价格每吨下跌 25 元，或-1.96%，收报于 1252 元/吨。

图 17：黑色价格下跌（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

本周市场投资者情绪转弱，价格下跌基差走扩都促使中游有了抛货的动力，期货承压大幅回调至关键支撑区，现货市场每天成交量也下降到 20 万吨以下。原因是一方面，近期政府收紧了房地产融资政策，改变了投资者对下游房地产行业对螺纹钢的需求预期，投资者担心房地产市场发展将放缓；另一方面，上周黑色产品价格出现大涨，加上受近期美股原油暴跌恐慌情绪影响，一部分投资者开始获利了结。由于利润下降，钢厂本周生产的螺纹钢产量减少 10.18 万吨至 371.54 万吨，同时总库存（厂库+社库）1251.75 万吨，环比减少 6.66 万吨，因此表观消费量 378.2 万吨，较上周下降 4.43 万吨。

由于下游钢厂需求下降，本周焦炭价格一路下滑。尽管如此，依靠前期价格连续上涨，焦化企业利润依然可观，焦企开工依旧高位，本周大幅提高 0.74 个百分点至 75.31%，但焦炭库存也因需求不足而大幅增加 2.61 万吨至 32.16 万吨。考虑到钢铁去库压力以及钢厂利润情况，预计焦炭期价中期将承压运行。在此背景下，焦煤也难以独善其身，其价格也出现回调。不过从 8 月社融规模数据看，地方债的超规模发行将拉动未来基础设施建设，预计对螺纹钢的需求将回升，带动上游焦煤焦炭的价格回涨，短期内我们将看好黑色产品的价格。

3.5 人民币兑美元汇率分析：人民币汇率小幅调整，短期不建议盲目追高

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.8389，较上周下跌 0.04%。即期汇率报 6.8369，较上周上涨 0.04%。美元指数震荡上行，报 93.2540，较上周上涨 0.47%。

本周受到美元指数的上行影响，人民币汇率小幅调整，但是仍在历史高位。涉及全球政治、经济和市场资金面等多种随机因素，不建议追高。近期人民币持续升值，总结背后原因，主要是市场有以下几点：第一，我国对疫情防治成绩显著，经济总量上和美国差距缩小，我国出口地位进一步巩固提升；第二，我

国央行相对谨慎并没有大规模放水，而发达国家还会长期处于低利率乃至负利率状态，中外利差会长时间存在，因此人民币具备持续升值的空间。但是因涉及全球政治、经济和市场资金面等多种随机因素，汇率预测难度极高，持续升值波动或加大，不建议盲目追高，但同样人民币不具备长期大幅贬值的空间，风险上相对有限。

从疫情全球发展来看，我国是率先复工复产且完全控制住疫情的国家，随着人们生活生产慢慢回归常态，而其他国家仍然为疫情所困时，中国经济已经回到正轨，人民币资产的吸引力获得大大提升，从近期人民币的强势也可以看出，中国经济的韧性已经在此次全球疫情中显现得淋漓尽致。因此，从长期来看，人民币仍有较大的升值空间。

图 18：人民币兑美元汇率中间价小幅回落



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 19：美元指数震荡上涨



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

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。