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：PMI 数据显示经济继续改善，央行持续净回笼，10 年国债收益率突破 3.1%

（2020.08.31-2020.09.04）

金融市场分析周报　　2020 年 9 月 7 日

摘要

- **PMI 数据：需求边际改善好于供给，经济内生增长动能强化。**受生产恢复放缓、原材料需求疲软、就业改善有限等不利影响，8 月制造业 PMI 微降，但非制造业 PMI 继续回升，表明国内生产生活秩序继续恢复。政策扩大内需政策发力下，制造业新订单指数上升，表明需求端正加速改善，但生产指数却出现回落，生产复苏速度放缓，整体看需求的边际改善明显好于供给。非制造业表现较为抢眼，交通运输、电信、餐饮等服务业复苏加快，建筑业也随着基建稳步推进有望继续保持快速发展。

- **资金面及央行公开市场操作：央行公开市场本周实现净回笼 4700 亿元，本周资金面由紧转松，资金价格逐步下降，9 月为财政支出大月，叠加利率债供给压力，预计资金面将维持紧平衡。**8 月 31 日为跨季最后一天，资金面非常紧张，隔夜非银价格从 2.5%一路报到 2.9%，部分机构甚至 3.5%秒出，跨月完毕后，资金面开始转松，资金价格逐步下降。央行流动性层面，9 月为财政支出大月，财政存款减少。流动性投放预计稳中有增。利率债供给压力仍然较大，银行间流动性上，结构性存款压降叠加存单到期，银行负债端压力难以缓和。预计 9 月资金面仍将维持紧平衡。

- **利率债：货币政策主基调仍是以退出危机期间的临时政策回归传统政策为主，预计长债收益率上行有顶。**市场对于下一阶段政策引导下的资金面有很大担忧，当前核心还是要理解货币政策的意图和方式。从当前资金利率来看，虽然高于今年 5 月以前的水平，但是仍然略低于 2019 年水平，因此可以看出央行当前所做的更多的是货币政策的正常化，逐渐从之前危机期间的临时性政策退出，更注重结构性调整。对于负债相对稳定的配置盘而言，当前的 3Y 和 5Y 地方债、国债、铁道债的配置价值已凸显。对于交易盘而言，考虑到 9 月债券供给压力依旧偏大，资金面大概率维持紧平衡，因此需要控制久期，适度控制杠杆。对于现金管理类账户而言，把握同业存单的价值。

- **可转债：全周转债市场缩量微涨，建议通过轮动把握结构性机会，关注周期、可选消费、基建、金融等主线。**本周权益市场震荡下行，可转债市场整体趋势与权益市场一致，但总体表现优于权益市场，成交规模延续缩量趋势。定增新规后转债发行未减，创业板注册制落地利好转债发行。近期市场情绪虽有所回暖但难改股指震荡走势，建议投资者通过轮动把握结构性机会，可转债投资建议关注周期、可选消费、基建、金融等主线。

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：短期大概率重回震荡格局　关注金融、周期型成长及可选消费板块。**上周市场冲高遇阻后震荡回落，周五受海外美股大跌影响明显低开。全周量能环比基本持平。盘面上，板块热点缺乏，而风险释放板块较多。市场总体表现平淡，投资者逐步转向谨慎。近期流动性环境边际趋紧抑制了快速上涨动能，并倒逼行情由流动性驱动转向业绩增长驱动。中期看，经济延续修复、上市公司业绩恢复增长，宏观环境对权益资产仍然有利，但短期而言上涨最快的阶段已经结束，行情逻辑由流动性驱动转向业绩驱动。市场大概率重回震荡格局：风险偏好或将收敛，注意部分高估值品种的估值回落风险；机会上，建议关注金融、周期型成长、可选消费的投资机会。

- **黄金：美国乐观经济数据提振了美元，导致金价下跌。**美国制造业活动加速扩张，增幅超过预期，美国劳动力市场也有一定程度改善，显示美国经济正在逐渐恢复，投资者风险偏好得以加强，美元获得提振从底部开始反弹，导致金价下跌。近期金价创下历史新高后趋于下跌，且波动加大，表明投资者对未来金价的走势产生较大分歧。短期股市震荡增加市场避险情绪，金价有望反弹。中长期，因市场仍存在各种不确定性，各国为应对疫情所实施的量化宽松政策在数年内不会退出，各国实际利率将保持在历史较低水平，美元整体仍疲软，未来金价上涨趋势不改。

- **原油：经济恢复放缓拖累原油需求预期，油价大跌。**国际原油价格连续上涨五个月后大跌，单周跌幅创下四个多月来的最大值，主因是全球主要经济体尤其是美国经济从疫情封锁中复苏速度开始放缓，对原油需求造成拖累，投资者担心市场存在供应过剩问题。之前一直疲软的美元开始反弹也令以美元计价的油价承压。近期决定油价走势的因素主要在于需求端，在全球经济仍在缓慢恢复的情况下，油价没有进一步大跌的理由，仍将维持每桶 40-46 美元的窄幅震荡。

- **黑色产业链：下游市场需求回暖及乐观的市场数据大幅提振黑色产品价格。**进入 9 月，市场对旺季需求来临有所期待，钢厂普遍上调市场价格，现货市场交易活跃，8 月钢铁业新订购单指数 PMI 位于扩张区间，表明行业需求仍将保持旺盛，市场投资者信心增强，提振了螺纹钢的价格。受需求拉动，本周螺纹钢产量环比增加，总库存下降。下游行业需求回暖也带动上游原材料价格的上涨，双焦价格均大幅上扬，不过投资者应谨慎价格过度上涨后可能出现的回调。

- **人民币汇率：本周人民币汇率继续上涨，短期内，人民币兑美元汇率仍将保持强势。**近期人民币升值主要有两个因素的驱动：一是美元持续走弱，人民币被动升值，这也是近期非美货币的普遍运行态势。二是 8 月 25 日中美双方就第一阶段经贸协议落实等问题进行了具有建设性的对话，双方同意继续推动中美第一阶段经贸协议落实，这对近日人民币走强起到了直接推动的作用。未来主要关注美国大选临近，中美关系可能出现的新变化，以及美股在多大程度上带动美元指数回升。

风险提示：基本面修复超预期；流动性收紧超预期

目录

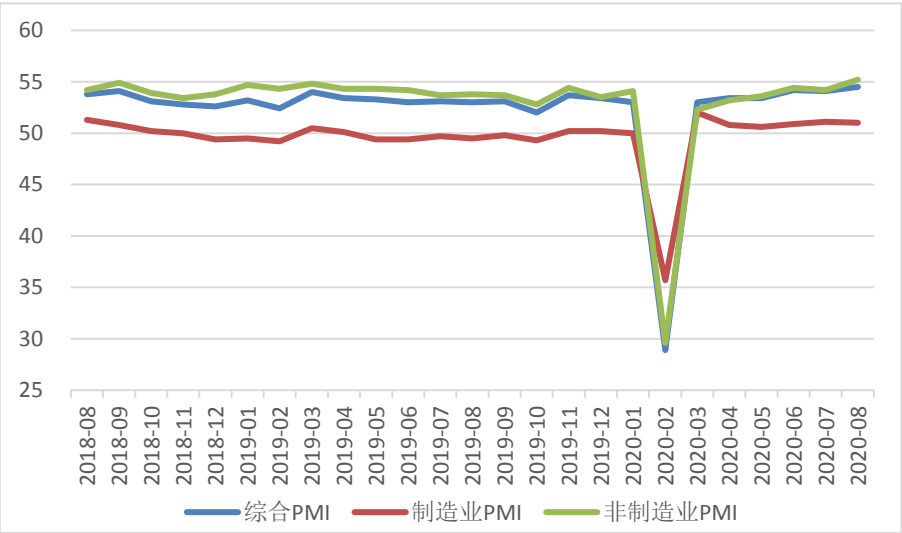
一、 本周重点经济数据分析.....4
1.1 PMI 数据.....4
1.2 本周要闻.....5
二、 固定收益市场分析.....6
2.1 资金面分析.....6
2.2 利率债走势分析.....7
2.3 存单与信用债分析.....9
2.4 可转债分析.....10
三、 主要资产价格分析.....11
3.1 权益市场分析.....11
3.2 黄金市场分析.....14
3.3 原油市场分析.....15
3.4 黑色产业链分析.....15
3.5 人民币兑美元汇率分析.....16

一、 本周重点经济数据分析

1.1 需求边际改善好于供给，经济内生增长动能强化

国家统计局 8 月 31 日公布的数据显示，8 月制造业采购经理指数（PMI）为 51，较上月微降 0.1 个百分点微降至 51；非制造业 PMI 为 55.2，环比上升 1 个百分点，两者均连续六个月位于扩张区间，表明国内生产生活秩序继续恢复。制造业和非制造业 PMI 一降一升，综合 PMI 为 54.5，回升 0.4 个百分点，整体处于上升趋势中。

图 1：制造业 PMI 微降，非制造业 PMI 大幅回升（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

扩大内需政策发力下，需求的边际改善明显好于供给。从制造业 PMI 各分项指数看，新订单指数上升 0.3 个百分点至 52，表明需求端正加速改善，但生产指数却回落 0.5 个百分点至 53.5，生产复苏速度放缓。

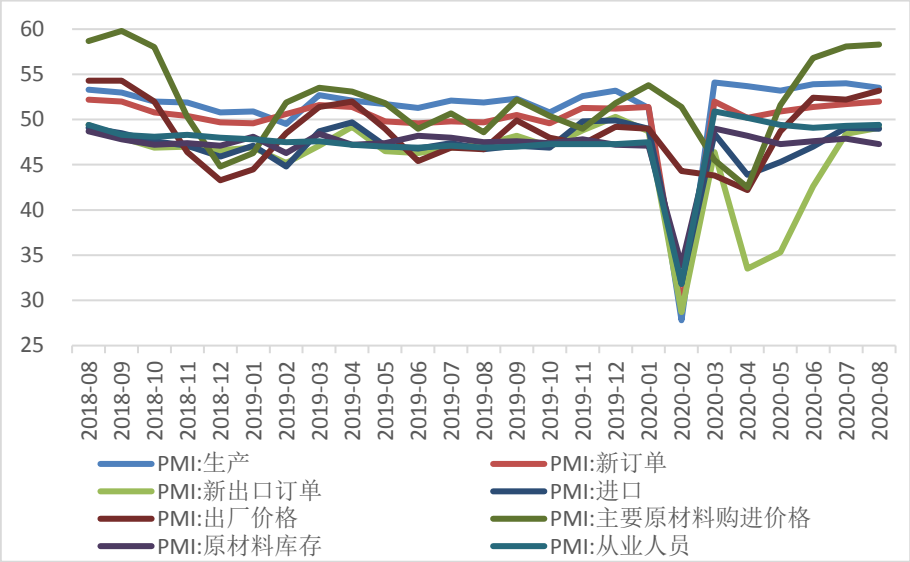
进出口贸易受疫情影响整体来看仍在萎缩，但在国外复工复产下，出口情况较之前要好一些，新出口订单指数上升 0.7 个百分点至 49.1；进口情况有所恶化，进口指数微降 0.1 个百分点至 49。

主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 58.3 和 53.2，分别上升 0.2 个和 1.0 个百分点，部分上游行业价格上涨较快，钢铁、有色等行业的两个价格指数均高于 60，价格上升的主要原因一是国内需求回升的拉动，另一个是近期美元大幅贬值，大宗商品价格尤其是以美元计价的商品价格持续上升。

原材料库存指数从上月的 47.9 下降 0.6 个百分点至 47.3，表明由于需求的疲软，生产企业存在原材料累库。

从业人员指数为 49.4，较上月微升 0.1 个百分点，表明就业改善十分有限，未来仍不乐观。

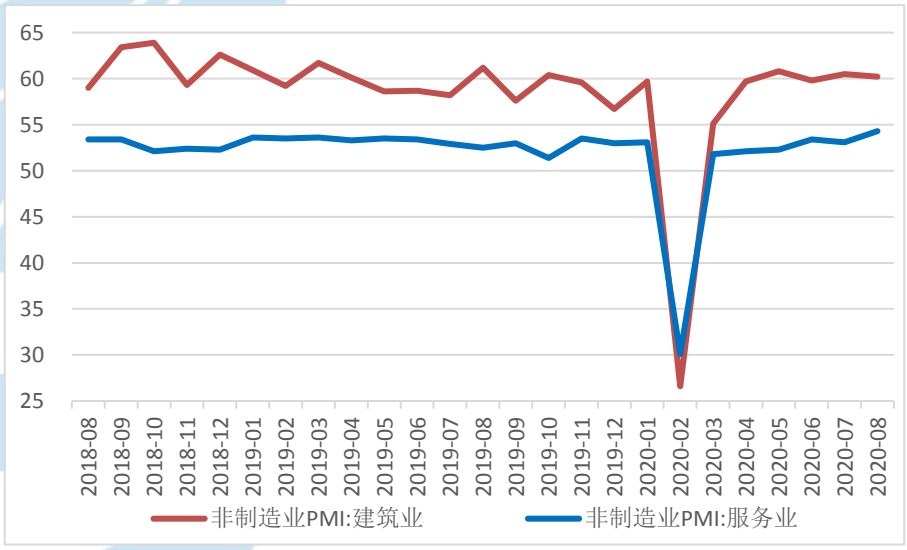
图 2：制造业需求端恢复速度加快（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

非制造业表现较为抢眼，具体来看，8 月服务业商务活动指数为 54.3，回升 1.2 个百分点，表明服务业复苏加快，其中交通运输、电信等行业 PMI 连续四个月位于 60 以上，住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业也继续回升。但基建等建筑业因受暴雨洪涝等影响，商务活动指数从高位小幅回落，下降 0.3 个百分点至 60.2，随着基建稳步推进以及高温降雨天气的减少，近期建筑业有望继续保持快速发展。

图 3：服务业活动加快复苏，建筑业活动小幅放缓（%）



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、国常会召开，要求坚持稳健的货币政策灵活适度

国务院总理李克强 9 月 2 日主持召开国务院常务会议，会议要求坚持稳健的货币政策灵活适度，保持政策力度和可持续性，不搞大水漫灌，引导资金更多流向实体经济，以促进经济金融平稳运行。会议通过实施金融控股公司准入管理的规定，明确金融控股公司准入规范。

2、国有六大行上半年“成绩单”出炉

受疫情等因素影响，六大行上半年净利润降幅均超 10%，共实现净利润 5680.14 亿元，平均日赚 31.2 亿元。工行净利稳居榜首；邮储银行不良贷款率最低。

3、证监会、银保监会接连开出罚单

8 月 28 日，粤开证券因内控不完善被广东证监局责令改正；8 月 31 日晚间，证监会一连发布六条行政处罚，对宏信证券、万和证券以及中邮证券进行处罚，9 月 4 日，银保监会对民生银行、浙商银行、广发银行、华夏银行、华融资产管理公司五家机构开出 3.2 亿的巨额罚。近期监管层接连发布处罚体现了铁腕整顿金融市场的决心。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：央行持续净回笼，资金面先紧后松

1）央行的公开市场操作：央行公开市场本周实现净回笼 4700 亿元

央行本周(8 月 31 日-9 月 4 日)合计开展 2800 亿元逆回购操作。本周有 7500 亿元逆回购到期，单周净回笼规模 4700 亿元为 7 月 3 日当周以来最大。下周（9 月 5 日至 11 日）央行公开市场将有 3900 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 800 亿元、700 亿元、200 亿元、1200 亿元、1000 亿元，无正回购和央票等到期。

表 1：本周公开市场操作（亿元）

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	-1000	-2500	-2000	-1000	-1000
7 天	200	200	200	1200	1000
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	-800	-2300	-1800	200	0

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：本周资金面由紧转松，资金价格逐步下降

本周资金面由紧转松，8 月 31 日为跨季最后一天，资金面非常紧张，隔夜非银价格从 2.5%一路报到 2.9%，部分机构甚至 3.5%秒出，跨月完毕后，资金面开始转松，资金价格逐步下降，本周 DR007 运行在 2.18-2.25%的区间，R001 则有所上行，日均水平较上周有大幅抬升。

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	1.9719	2.1786	2.1187	1.7949	2.0886
	R007	2.5141	2.4113	2.3963	2.3216	2.3408
	R014	2.5955	2.3991	2.4130	2.3569	2.4144
	R021	2.2496	2.2697	2.2284	2.0337	2.1071
	R1M	3.2847	2.2587	2.2826	2.3917	2.5233
上交所协议回购	206001	4.6020	4.5250	5.3850	5.3340	5.3400
	206007	4.7830	4.6200	4.2670	4.0900	4.5670

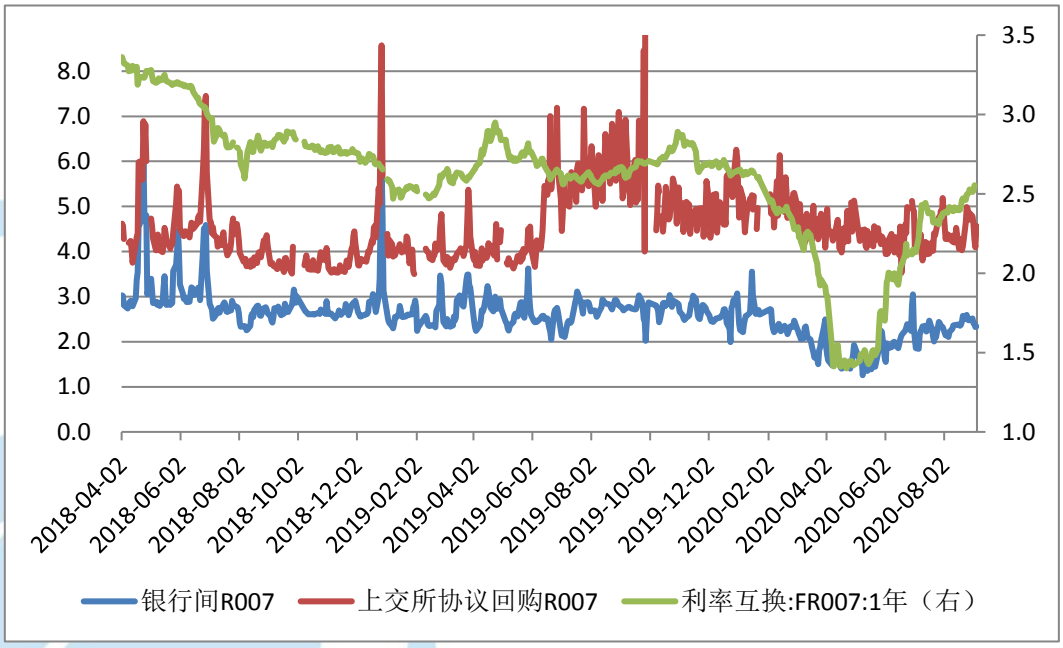
	206014	5.4760	5.4720	4.8190	4.9460	5.2350
	206021	5.6670	5.5910	5.4240	5.7360	5.5990
	206030	5.5990	5.7000	5.2540	5.0480	7.2000
利率互换定盘：1Y	FR007	2.5123	2.5206	2.5543	2.5123	2.5206

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 月为财政支出大月，叠加利率债供给压力，预计资金面将维持紧平衡

央行流动性层面，9 月为财政支出大月，财政存款减少。流动性投放预计稳中有增。利率债供给压力仍然较大，银行间流动性上，结构性存款压降叠加存单到期，银行负债端压力难以缓和。预计 9 月资金面仍将维持紧平衡。

图 4：本周资金面由紧转松（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

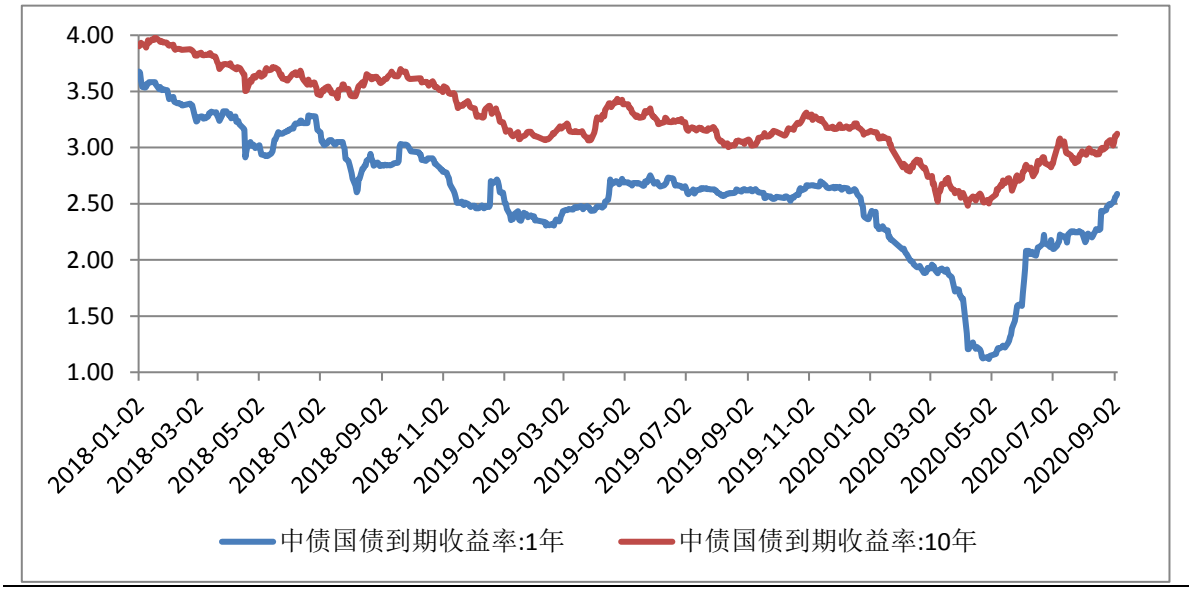
2.2 利率债走势分析：央行持续净回笼，债市情绪跌至冰点

1）利率债走势复盘：央行持续净回笼，资金面收紧，10 年国债突破 3.1%

本周，各期限国债期货价格均下降。5 年期国债期货主力合约 TF2009 价格为 99.8000，较上周下降 0.22%。10 年期国债期货主力合约 T2009 价格 98.0600，较上周下降 0.29%。2 年期国债期货主力合约 TS2009 价格为 100.1500，较上周下降 0.19%。

本周长债收益率先下后上，周一资金面开始出现久违的紧张，但是 PMI 数据基本符合市场预期，市场情绪好转，长债收益率明显下行，然而随着后续几天央行持续净回笼，仅仅周四净投放了 200 亿，使得债市情绪跌至冰点，虽然周二彭博新闻社报道的“富时罗素大概率本月将中国国债纳入，料总计带来逾千亿美元流入”的消息令债市收益率短债下行，但是央行在利率债供给压力明显加大的背景下仍无意释放更多流动性的信号仍然压制着债市的表现。全周 10 年国债活跃券 200006 累计上行 5.5bp 至 3.12%，10 年国开活跃券 200210 累计上行 6.75bp 至 3.6875%。

图 5：本周 10 年期国债收益率上涨（%）



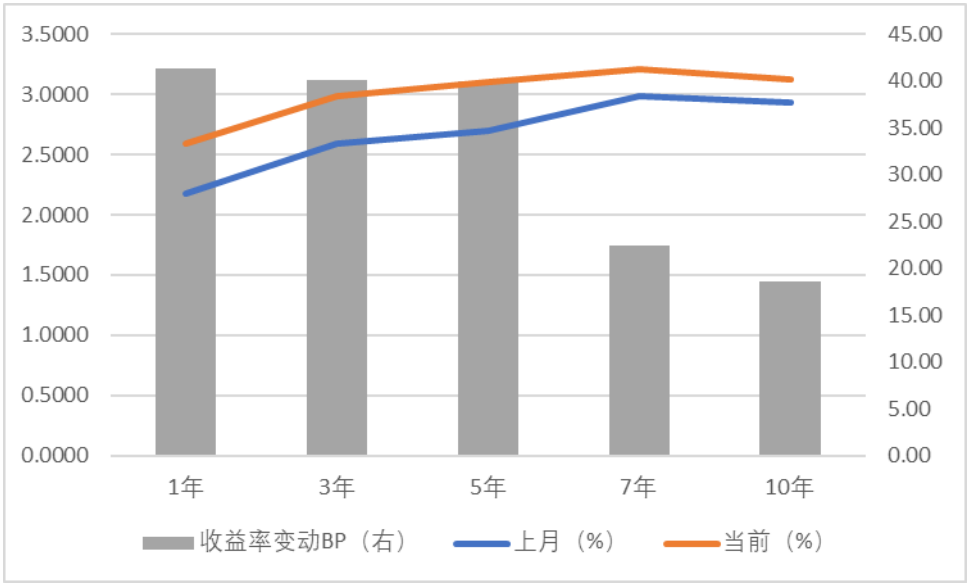
资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2）利率债展望：货币政策主基调仍是以退出危机期间的临时政策回归传统政策为主，预计长债收益率上行有顶

市场对于下一阶段政策引导下的资金面有很大担忧，当前核心还是要理解货币政策的意图和方式。从当前资金利率来看，虽然高于今年 5 月以前的水平，但是仍然略低于 2019 年水平，因此可以看出央行当前所做的更多的是货币政策的正常化，逐渐从之前危机期间的临时性政策退出，更注重结构性调整。央行明确了公开市场操作利率作为短期政策利率，MLF 利率作为中期政策利率，共同构成了央行的政策利率体系。而 7 天回购利率 2.2%也将成为 R007 以及 DR007 的运行中枢，过低或过高央行都会加以调控引导。这也意味着国债利率上行有顶。

1 年、3 年和 5 年期国债收益率自 8 月以来走升幅度在 30-40bp 左右，而长端的 10 年上行不到 20bp，目前 10 年和 3 年期品种的利差已压缩至 2018 年初以来低位，对于负债相对稳定的配置盘而言，当前的 3Y 和 5Y 地方债、国债、铁道债的配置价值已凸显。对于交易盘而言，考虑到 9 月债券供给压力依旧偏大，资金面大概率维持紧平衡，因此需要控制久期，适度控制杠杆。对于现金管理类账户而言，把握同业存单的价值。

图 6：国债短端上行更多（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

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 3,355.20 亿元，较上周发行量下降 10.35%。本周存单到期量为 2,826.00 亿元，较上周到期量下降 36.72% 。

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 1,461.84 亿元，较上周环比下降 67.27%。

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 9.18bp，3M 期存单收益率较上周上涨 3.98bp，6M 期存单收益率较上周下降 0.56bp，9M 期存单收益率较上周上涨 4.39bp。

信用债二级市场方面，信用债各等级及各期限收益率均上涨，AAA 级 1 年期、AAA 级 3 年期、AAA 级 5 年期较上周分别上涨 8.90bp、上涨 5.13bp、上涨 1.56bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别上涨 7.90bp、上涨 8.13p、上涨 2.56bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别上涨 6.90bp、上涨 6.13bp、上涨 7.13bp。

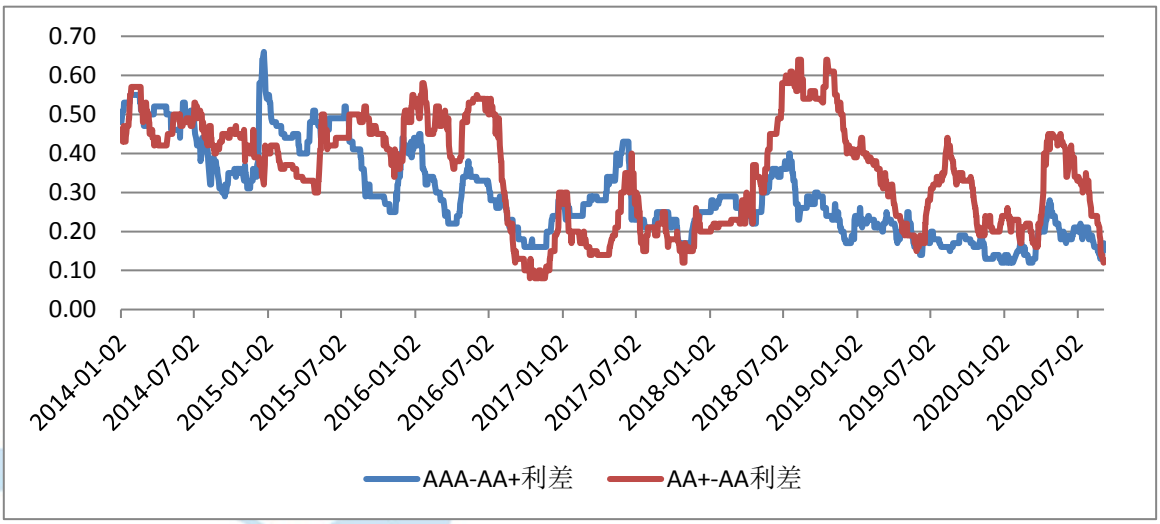
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	3.173	21.90%	8.90
信用债(AAA)：3 年	3.7446	32.40%	5.13
信用债(AAA)：5 年	3.982	32.50%	1.56
信用债(AA+)：1 年	3.323	17.70%	7.90
信用债(AA+)：3 年	3.915	29.60%	8.13
信用债(AA+)：5 年	4.242	29.60%	2.56
信用债(AA)：1 年	3.453	14.40%	6.90
信用债(AA)：3 年	4.035	20.40%	6.13
信用债(AA)：5 年	4.622	26.70%	7.13

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，高评级信用利差走阔，AAA 与 AA+信用利差较前周走阔 3bp 至 17bp，AA+和 AA 之间的利差较前周收窄 2bp 至 12bp。

图 7：高评级信用利差走阔（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

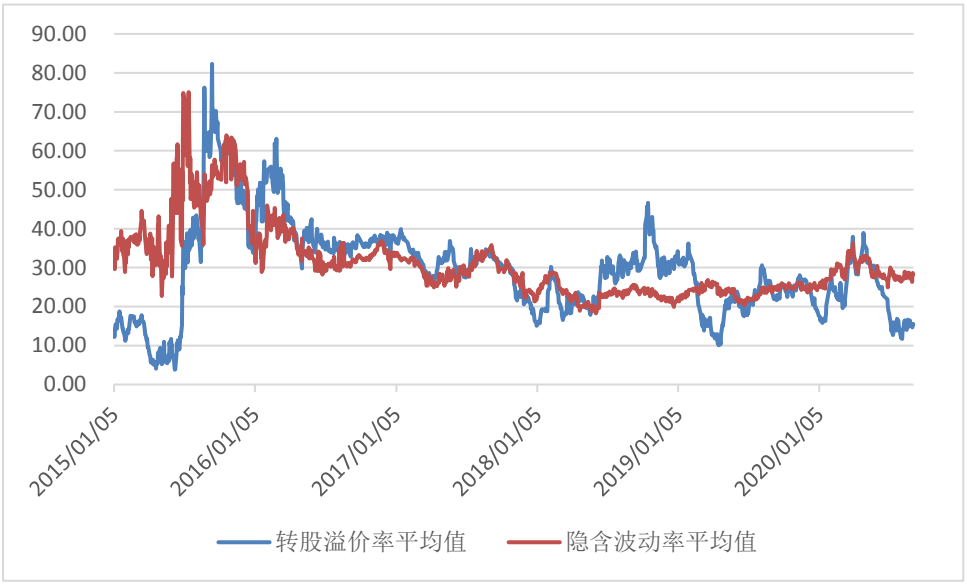
2.4 可转债分析：全周转债市场缩量微涨，建议通过轮动把握结构性机会，关注周期、可选消费、基建、金融等主线

1）可转债的走势复盘：权益市场全线调整，转债市场表现优于权益市场，缩量微涨

本周权益市场震荡下行，上证指数本周收于 3355.37 下跌 1.42%，深证成指本周下跌 1.41%，创业板指本周下跌 0.93%，中小板指本周下跌 2.00%。可转债市场整体趋势与权益市场一致，但总体表现优于权益市场，本周上证转债微涨 0.20%至 328.07，深证转债微涨 0.28%至 272.46，中证转债微涨 0.26%至 372.60，本周转债成交规模延续缩量趋势。其中，新莱转债、上机转债、联泰转债、蓝晓转债、新泉转债等领涨，天路转债、巨星转债、广电转债、英科转债、东音转债等领跌。一级方面，本周有景兴转债、万孚转债、宝莱转债三只新债发行，特发转 2 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，本周转股溢价率和隐含波动率震荡小幅上行。2020 年 2 月再融资新规落地，定增再度放松，作为再融资的重要途径，转债与定增具有一定程度的相互替代作用，回顾 2020 年前八个月，随着转债发行和申购更加便利，市场对转债的认可度逐渐提高，定增放松没有对转债发行造成明显的影响，转债市场趋于成熟，发行节奏逐渐均衡，形成稳定的供给。2020 年 9 月创业板注册制后的首只转债——万孚转债正式发行，审核速度较之前明显加快。首只科创板转债也于近期公告了预案。发行周期缩短有利于上市公司选择可转债进行再融资，转债供给有望持续稳定增加，创业板、科创板转债比例或将提高。总体看，定增新规后转债发行未减，创业板注册制落地利好转债发行。

图 8：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：通过轮动把握结构性机会，关注周期、可选消费、基建、金融等主线

近期股市仍在快速轮动阶段，板块间估值分化和相对性价比可能是接下来把握结构性机会的重要线索。后市来看，政策支持等股市的中长期逻辑不变、美国大选不确定性的压制将继续存在，流动性或继续处于紧平衡状态。市场情绪虽有所回暖但难改股指震荡走势，建议投资者通过轮动把握结构性机会。结构上，一是继续把握高低位、大小盘、顺逆周期等风格切换，二是继续把握中美关系+消费复苏+周期品涨价三个主线，同时关注打新资金的底仓选择。

近期转债市场情绪不高，但有两个变化值得关注：（1）供给方面，大盘转债审批正在提速，注册制转债也正式拉开帷幕、科创板首支转债预案出现；（2）经过前期调整，部分优质转债进入超跌区间，可从中寻找一些配置机会。策略方面，股市延续结构性行情且存量博弈特征愈发明显，建议继续通过行业轮动与个券挖掘把握机会。转债布局层面，转债行情驱动预计仍将来自于正股，从正股驱动角度建议关注行业景气度较高的顺周期行业的转债以及业绩确定性较高的龙头白马和毛利率-ROE 双升的个券。主题驱动方面，关注“国内大循环”相关行业。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）对于可选消费行业及基建相关行业，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。另外需关注上市优质新券的配置机会，而存量优质个券稀缺性有所提升，后续关注赎回条款触发节奏和公告情况。

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：短期大概率重回震荡格局 关注金融、周期型成长及可选消费板块

1） 权益市场走势复盘——股指先抑后扬 核心龙头公司尤其强势

上周市场未能延续此前周五的强势，在周初冲高遇阻后开始震荡回落，周五受海外美股大跌的影响明显跳空低开，重回 3200-3450 点震荡箱体格局。上证综指最终收报 3355 点，全周下跌 1.42%；深圳成指和创业板指分别下跌 1.41 和 0.93%。周内两市合计成交 4.64 万亿元，环比基本持平。

盘面上，周内板块热点缺乏，仅少数个股表现较好，如天山生物；而风险释放的板块较多：如食品饮料、生物医药在下半周出现大幅回调，板块内前期大涨的个股出现放量下跌。整体而言，周内市场表现平淡，投资者情绪逐步转向谨慎。

图 9：上证重回箱体震荡格局



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 1.82%，报 28133.3100 点，纳指报 11313.1400 点，本周周跌 3.27%，标普 500 指数报 3426.9600，本周周跌 2.31%。

受到科技板块下行的拉动，周四美股出现较大幅度下跌，反映出市场在前期成长股连续上涨的基础上面临技术性调整的压力。成长股的股价连续创出历史新高，已经充分反映未来成长预期，且投资者扎堆严重，因此出现前期获利资金卖出的趋势。关于美国新一轮财政刺激难产的市场传闻可能触发了这一次调整。周五美股在经历“周四惊魂一夜”后，尽管盘前发布的 8 月就业数据双双好于预期，但股市再次下跌，科技股连续第二天遭遇抛售。

图 10：美股三大股指均下降



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2）权益市场展望——行情逻辑转向业绩驱动 关注周期型成长和可选消费板块

近期流动性环境边际趋紧，抑制了快速上涨动能。自 5 月中下旬开始，在国内疫情控制良好的情况下，央行开始收敛货币政策宽松力度，体现在市场上流动性环境自 7 月中下旬开始边际收紧。1 周和 1 月期 shibor7 月以来整体反弹后维持在较高位运行，同时 7 月 M1 和 M2 增速低于预期。9 月 2 日，李克强主持国务院常务会议，要求坚持稳健的货币政策灵活适度，保持政策力度和可持续性，不搞大水漫灌。预期央行仍将维持整体宽松但边际上有所节制的货币环境。同时，北向资金本周连续五个交易日净流出，累计净流出资金 223 亿元。场内杠杆资金（两融余额）保持高位，但增量开始放缓。

市场短期难以从流动性上获得向上动力，倒逼行情由流动性驱动转向业绩增长驱动。较好的是，国内疫情控制良好，经济延续修复态势；从海外情况看，欧美疫情数据也开始好转，经济活动进一步恢复。这有利于业绩增长驱动行情的发展。

数据显示国内经济景气度持续向好，增速延续恢复态势。8 月官方 PMI 为 51.0，虽较 7 月回落 0.1 个百分点，但已连续 6 个月保持在荣枯线以上，且高于去年同期水平；而 8 月财新中国制造业 PMI 则为 53.1，较 7 月提高 0.3 个百分点，创 2011 年 2 月以来新高。在官方 PMI 的分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数均高于临界点，其中新订单指数为 52.0，比上月上升 0.3 个百分点，连续 4 个月回升，表明制造业市场需求持续恢复。

从业绩看，上市公司中报业绩明显改善。二季度，全 A/全 A（剔除金融）单季度营收分别回升 14.0/11.9 个百分点至 2.8%/4.0%，净利单季增速降幅分别收窄 11.8/51.6 个百分点至-12.4%/-0.9%，金融让利实体经济政策效果明显。分板块来看，主板/中小板/创业板二季度净利增速分别回升 49.6/42.8/80.2 个百分点至 3.1%/26.9%/43.5%，创业板业绩改善最为显著。

分行业看，受益于供给端的恢复，汽车、建筑材料、机械设备等行业改善明显；净利增速上，通信、计算机、汽车、机械设备增速居前；但农林牧渔、国防军工等行业呈较大幅度下滑。此外，银行在让利实体经济的背景下，净利增速也较一季度下降，但整体盈利状况仍较好。

短期而言，海外市场动荡和中美间的博弈仍是拖累 A 股的最大因素。周四美股大跌，引发了 A 股周五大幅低开。从美股看，本次大跌主要由于前期涨幅过大、涨速过快、超买严重导致的短期快速回调。虽然

整体估值水平处于历史高位水平，但在美联储无限宽松的情况下，美股仍有较强流动性支撑，预计连续大幅暴跌的概率并不大，可能将进入震荡阶段，对 A 股影响有限。相比较而言，中美间的博弈随着美国大选的日益临近，可能会产生更多扰动因素，将波及 A 股。

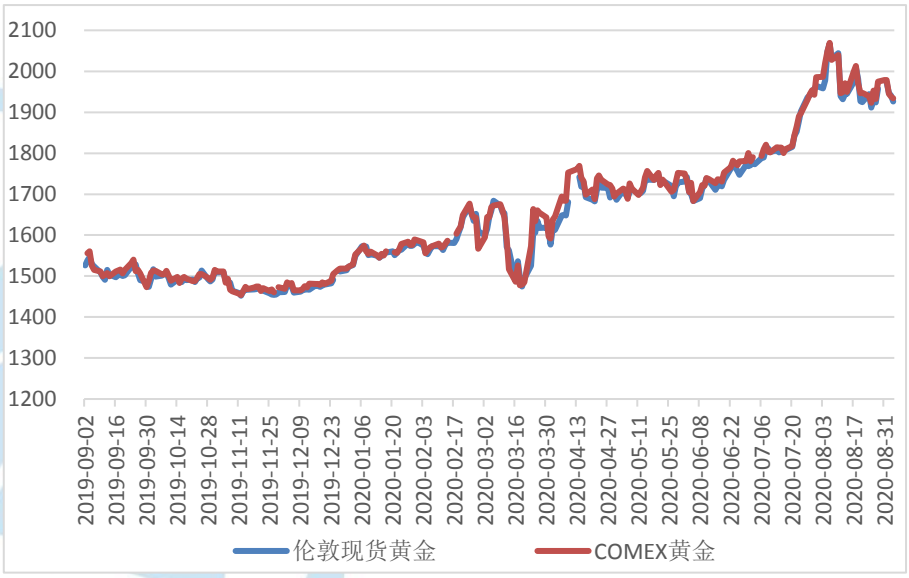
综合而言，A 股短期面临如下环境：流动性环境整体宽松边际上收敛、经济复苏延续下上市公司业绩改善、海外因素有所扰动，这种情况下市场大概率将重回震荡格局。

震荡格局下，市场风险偏好将收敛，提请注意部分高估值品种的估值回落风险。中期而言，宏观环境对权益资产仍然有利，但上涨最快的阶段已结束，在行情逻辑转向业绩驱动的情况下，建议重点关注金融，周期型成长、可选消费的投资机会。

3.2 黄金市场分析：美国乐观经济数据提振了美元，导致金价下跌

周五，伦敦现货黄金价格较上一交易日下降 14.15 美元，或-0.73%，收报于 1926.3 美元/盎司，全周累计跌幅 1.59%；美国 COMEX 黄金期货结算价下降 3.5 美元，或-0.18%，收报于 1934.3 美元/盎司，全周累计跌幅 2.06%。

图 11：本周金价下跌（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

因有迹象显示美国经济正在恢复，投资者风险偏好得以加强，美元获得提振从底部反弹，金价下跌。周二数据显示，美国制造业活动加速扩张，且增幅超过预期，ISM 制造业 PMI 从 7 月的 54.2 升至 56，创 2018 年 11 月以来的最高水平，且连续三个月增长，另外新订单指数也飙升至 16 年半以来最高。美国劳动力市场也有一定程度改善，上周初请失业金人数再次降至 100 万人以下，8 月非农就业岗位增加了 137.1 万，失业率进一步下降至 8.4%。数据强化了市场对美国三季度经济活动大幅反弹的预期，也给美元反弹提供了机会，但金价却承压。连续贬值的美元在本周获得支撑，开始从两年多的低点反弹，美元指数一周内累计涨幅约 0.5%。

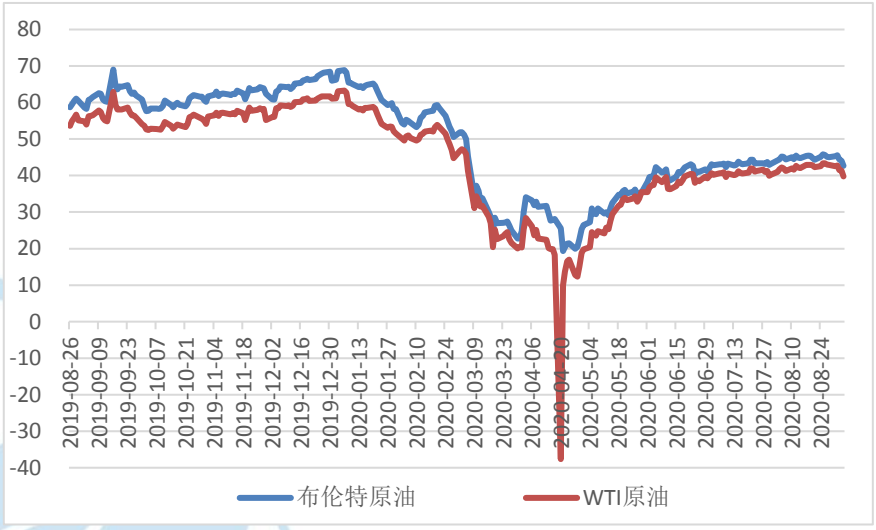
因新冠疫情的爆发，影响金价的因素变多。金价在 8 月上旬创下历史新高后趋于下跌，且波动幅度加大，表明在市场对疫情敏感度下降、经济复苏存在不确定性、政府对继续加大经济刺激更加谨慎下，投资者对未来金价的走势产生较大分歧。美股不断创下历史新高似乎表明投资者对经济恢复前景抱有信心，这也是金价近一个月来下跌的主要原因，但在周五美股连续两天暴跌后，投资者避险情绪增加，纷纷买入黄

金和债券等避险资产，预计短期内金价或将反弹。中长期看，因存在各种不确定性，市场避险心理浓厚，美联储为应对疫情所实施的量化宽松政策在数年内不会退出，各国实际利率将保持在历史较低水平，美元仍有较大可能性贬值，预计未来金价将继续冲击新高。

3.3 原油市场分析：经济恢复放缓拖累原油需求预期，油价大跌

周五，国际基准布伦特原油期货合约结算价在到期前大跌 1.41 美元，或-3.2%，收报于每桶 42.66 美元，全周累计跌幅 5.31%；美国基准 WTI 原油期货合约结算价大跌 1.6 美元，或-3.87%，收报于每桶 39.77 美元，全周累计跌幅 7.45%，为 4 月底以来单周最大跌幅。整个 8 月份，布伦特原油上涨了 7.5%，为连续第五个月上涨；美国原油连续第四个月上涨，涨幅达 5.8%。

图 12：本周油价大跌（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

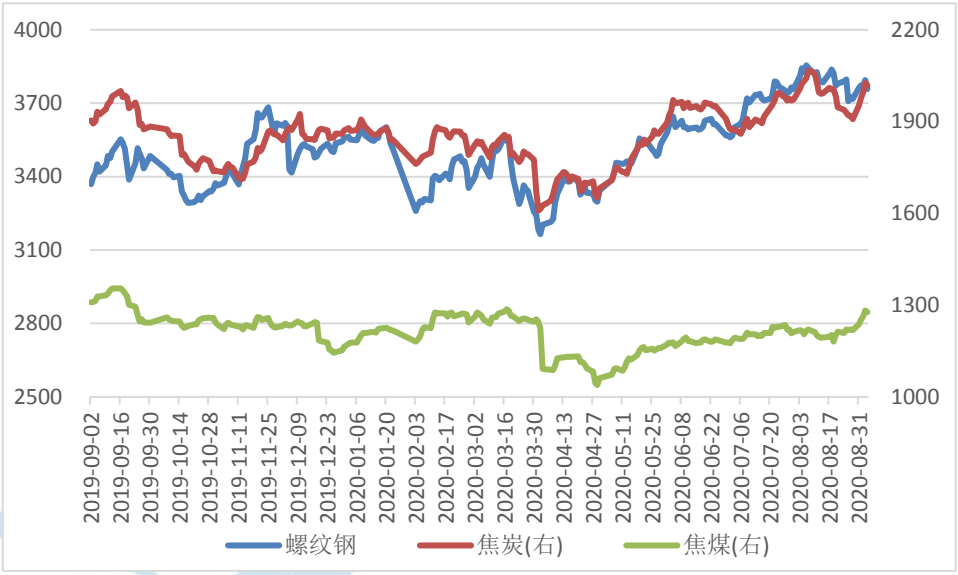
全球主要经济体尤其是美国经济从疫情封锁中复苏速度开始放缓，将对原油需求造成拖累，投资者担心市场存在供应过剩，油价因此大跌。首先，尽管本周出炉的 API 原油库存和汽油库存都大幅下降，但美国能源信息署（EIA）数据显示，截至 8 月 28 日当周美国汽油需求从一周前的 916 万桶/日降至 878 万桶/日，其他成品油消费也出现了下降，在夏季需求高峰期结束之际，令油价陷入跌势。其次，尽管美国疫情新增病例有所放缓，但印度的疫情急剧恶化，欧洲一些国家的疫情也出现反弹迹象，令市场对原油需求恢复的信心下降。最后，受周四周五美国股市大跌影响，市场投资者对全球经济前景预期偏向悲观，对原油需求产生不利影响。此外，一直疲软的美元开始反弹也令以美元计价的油价承压。

尽管油价连涨五个月，但近三个月的涨幅均不大，本周油价大跌后，目前价格远低于往年同期水平，表明近期市场没有利好因素能够提振油价，随着经济恢复速度不及预期，油价掉头向下就不足为奇了。俄罗斯石油部长诺瓦克曾于近期表示，石油需求已从疫情中恢复 90%，他希望 OPEC+通过增加供应量对此做出反应，但其他 OPEC+产油国似乎对此并不认同，因此能够决定油价近期涨跌的因素不在于供给端，而在于需求端。我们认为，在经济缓慢恢复的情况下，油价没有进一步大跌的理由，短期内（布伦特原油）仍将维持每桶 40-46 美元的窄幅震荡。

3.4 黑色产业链分析：下游市场需求回暖及乐观的市场数据大幅提振黑色产品价格

本周，螺纹钢期货主力合约结算价较前一周每吨上涨 41 元，或 1.1%，收报于 3758 元/吨；焦炭价格每吨大涨 100.5 元，或 5.79%，收报于 2018.5 元/吨；焦煤价格每吨大涨 58.5 元，或 4.8%，收报于 1277 元/吨。

图 13：黑色价格均上涨，双焦涨幅较大（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

之前稍显疲软的螺纹钢期价本周出现反弹，主要是受下游行业需求回暖的驱动。进入 9 月份，市场对旺季需求来临有所期待，钢厂普遍上调市场价格，现货市场交易活跃，成交量每天保持在 26 万吨左右的较高水平。本周发布的钢铁新订购单指数 PMI 位于扩张区间，表明行业需求仍将保持旺盛，汽车制造业也大幅回暖，市场投资者信心增强，提振了螺纹钢的价格。受需求拉动，本周螺纹钢产量 382.32 万吨，较上周增加 1.7 万吨，为连续三周下降后的首次增加。库存方面，厂库存下降较多，从上周 380.64 万吨下降至本周 366.79 万吨，不过社会库存大幅增加，从 878.08 万吨上升至 891.62 万吨，总库存仅下降 0.31 万吨，库存从厂库转向社库，说明螺纹钢销售旺季来临前经销商有提前备货的可能。整体看，本周螺纹钢表观消费量 382.63 万吨，环比大幅增加 26.47 万吨。

下游行业需求回暖也带动上游原材料价格的上涨，双焦价格大幅上涨，单周涨幅创今年以来的最大值。需求端，房地产业、基建业等行业继续恢复，特别是南方炎热天气以及特殊的洪涝灾害退去以后，行业恢复增速势必加速，钢厂也加大了对焦炭的采购。供给端，由于焦化企业利润可观，生产保持平稳，开工率仍位于今年以来的高位，同时需求增加导致焦炭库存小幅下降。短期内，市场需求回升仍将继续支撑焦炭价格上涨，不过投资者也应谨慎价格过度上涨后可能出现的回调。焦煤价格近期因进口政策维持收紧而保持连续上涨态势，本周焦煤价格涨幅明显扩大，主要还与近期市场投资者情绪大幅回升，焦炭等价格上涨较多有关。

3.5 人民币兑美元汇率分析：本周人民币汇率继续上涨，短期内，人民币兑美元汇率仍将保持强势。

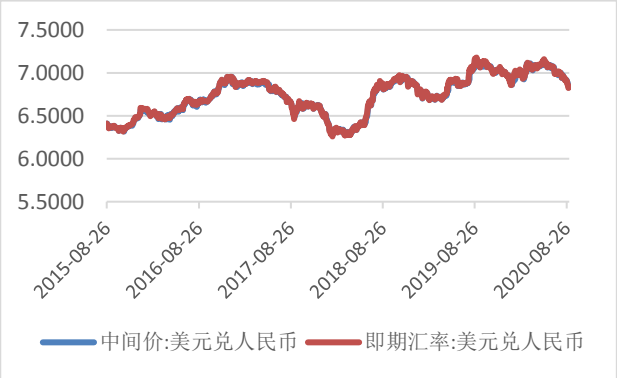
本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.8359，较上周上涨 0.77%，人民币兑美元即期汇率报 6.8393，较上周上涨 0.38%。

近期人民币升值主要有两个因素的驱动：一是美元持续走弱，人民币被动升值，这也是近期非美货币的普遍运行态势。二是 8 月 25 日中美双方就第一阶段经贸协议落实等问题进行了具有建设性的对话，双

方同意继续推动中美第一阶段经贸协议落实，这对近日人民币走强起到了直接推动的作用。美元走弱从数据可见，美元指数是综合反映美元在国际外汇市场的汇率情况的指标，用来衡量美元兑一篮子货币的汇率变化程度。8 月 31 日，美元指数一度跌破 92 关口，创下 27 个月低点，较 2020 年峰值下跌逾 10%。还有统计显示，刚刚过去的 8 月份就下跌 1.36%，录得五年来美元指数最糟糕的 8 月份表现。本周周五因美股暴跌，美元指数上涨，人民币兑美元汇率结束 8 个交易的连续上涨，但是本周仍录得上涨。

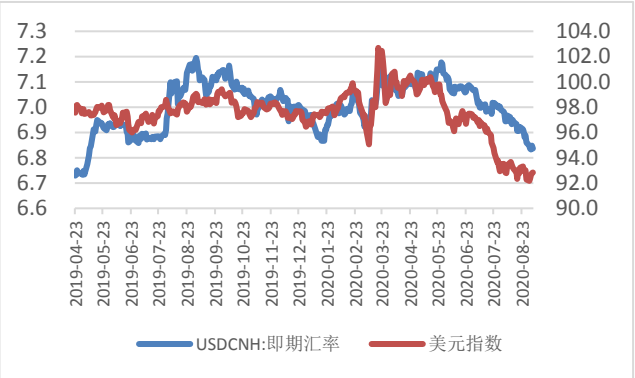
总体来看，短期内，人民币兑美元汇率仍将保持强势。未来主要关注美国大选临近，中美关系可能出现的新变化，以及美股在多大程度上带动美元指数回升。长期来看，多重因素将驱动未来人民币汇率持稳运行并稳中有升。

图 14：人民币兑美元汇率中间价较上周上涨



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 15：美元指数触底后小幅回升



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：基本面修复超预期；流动性收紧超预期

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。