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 14 天逆回购操作引发市场担忧，债券收益率大幅上行（2020.08.24-2020.08.28）

金融市场分析周报　　2020 年 8 月 31 日

摘要

- **美联储货币政策框架调整：建立“灵活形式的平均通胀目标制”，以应对通缩预期风险，在自然利率下降背景下提供更大政策空间。**8 月 27 日，美联储公布新版《关于长期目标和货币政策战略的声明》，主要修订内容涉及三个方面：1）更加灵活的平均通胀目标制；2）下调长期利率预期；3）对就业的重视度提高。鉴于美联储一定程度上充当了全球央行的角色，新框架带来的改变是更低的美联储政策利率和更长时间的宽松货币环境。

- **规上工业企业利润：工业企业加快恢复，利润增速继续大幅回升，经济恢复势头仍在延续。**7 月规模以上工业利润增速继续大幅回升，除了与去年同期基数偏低有关外，主要是受汽车、电子等装备制造业以及高技术制造业利润增速加快的拉动。因疫情影响，国内经济复苏扩张不平衡，需求恢复仍滞后于供给，导致企业累库增加，而且需求不足也导致采矿业和原材料行业利润增速改善有限，考虑到疫情反复和贸易摩擦加剧，工业企业未来利润增长将面临一定不确定性，经济整体仍需要结构性托底政策支持。但随着未来积极财政进一步加快落地，稳健货币政策也不会明显收紧，经济复苏势头有望延续。

- **资金面及央行公开市场操作： 央行公开市场本周实现净投放 500 亿元，资金面整体宽松， 9 月资金面料将边际宽松。**本周资金面整体宽松，银行间市场短期资金供给充裕，短端资金价格逐步下降。隔夜回购加权利率持续跌至 1.39%附近，而七天期稳中小跌至 2.48%附近，导致二者利差扩大至约 109 个 bp，为两个月来高点。9 月资金面料将边际宽松，首先，政府财政在 9 月大概率是大额释放流动性的。其次，公开市场到期压力不大。再次，从央行领导近期的讲话上看，维持流动性合理充裕的思路也不会变。9 月资金面有望随着财政资金的不断释放而边际放松，预计 DR001 会在 1.8%-2%之间运行，DR007 会在 2%-2.2%之间。

- **利率债：9 月供给压力下债市预计延续弱势，在基本面再度走弱、社融增速趋势性回落之前，长端利率债难以出现趋势性行情。**从基本面看，央行 5 月开始的流动性收紧将逐渐向实体经济融资传导，从而导致市场对后续经济动能以及通胀增长的预期走弱，叠加地产调控开始，使得整体经济降温，预计未来利率上升空间有限。从债券供给来看，按当前政府债券发行情况，9 月政府债券带来的信用扩张依然会持续，这可能导致 9 月债市依然延续弱势状况。债市震荡偏弱态势预计仍将延续，在基本面再度走弱、社融增速趋势性回落之前，长端利率债难以出现趋势性行情，可以交易性策略参与。

- **可转债：近六成转债录得下跌行情，在震荡行情中择券思路转向业绩驱动，关注周期、消费、基建、科技等主线。**本周权益市场经历周三大幅调整，周五在消费和医疗板块的带动下，各市场全线大涨，全周各市场均收涨，创业板受注册制改革利好表现亮眼。可转债市场表现异于权益市场，成交规模较上周缩量明显，近六成转债录得下跌行情。短期看来震荡行情预期仍会维持一段时间，可转债投资择券思路建议转向业绩驱动，关注周期、消费、基建、科技等主线。

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：本周市场先抑后扬，上证综指报收 3404 点上涨 0.68%，处于震荡格局内；但周收盘价方面上证综指和沪深 300 指数均收出了今年以来新高。**两市合计成交 4.63 万亿元，环比萎缩逾两成。行情继续由核心龙头主导，以白酒代表的食品饮料龙头强势。中长期看，A 股前景依旧看好，结构性慢牛可期。随着 A 股不断走向成熟，行情特征快速向成熟市场靠拢，从中长期视角建议投资者持续聚焦优质公司，精选绩优价值和优质成长。短期而言，A 股行情正由货币宽松推动的流动性逻辑向企业盈利驱动的业绩逻辑转变，市场有望震荡向上。板块配置方面，可以关注交通运输、受益于影院重新开放的影视传媒板块，以及受益于经济复苏和消费回暖的可选消费板块。

- **黄金：美元贬值和美联储政策转向支撑黄金上涨。**金价结束连续两周下跌后出现上涨，但涨幅不大。近期美元指数处于趋势性下跌中，本周继续下跌近 1%。美联储周四对货币政策进行了大幅调整，为了提振劳动力市场，美联储称可以让通胀在一段时间内超过 2%的目标，投资者认为其将在长期内维持极宽松的货币政策，这提振了金价。金价在创下历史新高后持续震荡，不过考虑到上次金价上涨至历史最高前经历了三年，在疫情持续存在、全球经济整体衰退、美联储保持较宽松政策背景下，中长期看金价仍处在上涨通道。

- **原油：美国飓风等偶发性因素冲击美国原油供给，短期提振了油价。**美国 WTI 原油周线连续第四周上涨。由于原油市场没有发生较大变动，油价近期一直在小范围内波动震荡。美国墨西哥湾在本周先后迎来两次飓风，当地美国石油公司不得不削减原油产量，对市场供给产生了一定冲击。不过当看到飓风对原油生产的实际影响有限后，油价出现了回落。主导近期油价走势的仍将是需求端，随着全球经济恢复加快，未来油价或将获得进一步支撑。

- **黑色产业链：下游行业需求疲软仍对黑色产品产生掣肘，价格延续上周走势。**螺纹钢、焦炭等价格继续下跌，焦煤价格继续上涨。下游需求旺季尚未到来，市场资金整体偏紧，下游终端需求恢复缓慢，本周螺纹钢产量减少同时累库。在市场需求预期影响下，焦炭市场偏弱运行，但焦化企业在上周提涨后利润仍可观，开工率处于高位，近期将维持震荡行情。焦煤国内供应能力充足，由于下游需求方维持高开工率，对焦煤需求保持旺盛，同时进口政策仍偏紧，整体对焦煤价格利好。

- **人民币汇率：人民币汇率持续上涨，短期内，全球经济复苏进程以及中美关系仍将对人民币波动构成影响，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。**美元指数方面，本周美元指数继续在 93 附近的低位区间疲弱运行。预计未来一段时间，美元走势仍将维持疲弱，从国内经济基本面看，下半年经济增速有望回到潜在增长水，对人民币汇率带来了支撑。

风险提示：新冠疫情恶化，中美摩擦加剧

目录

一、 本周宏观经济分析.....4
1.1 美联储货币政策.....4
1.2 工业企业经济数据.....4
1.3 本周重点新闻事件汇总.....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.....16
3.5 人民币兑美元汇率分析.....17

一、 本周宏观经济分析

1.1 美联储货币政策框架调整预计带来更低的美联储政策利率和更长时间的宽松货币环境

8 月 27 日，美联储公布新版《关于长期目标和货币政策战略的声明》，主要修订内容如下：

1）更加灵活的平均通胀目标制：新框架对于通胀目标的表述修改为“美联储力求使通胀率（PCE 通胀）在一段时间内平均达到 2%”，因此在通胀率持续低于 2%的目标后，美联储将采取适当的货币政策使通胀在之后的一段时间内略高于 2%。隐含的政策含义就是，在未来的经济复苏中，美联储货币政策收紧将来的更晚、更慢，将不急于加息。

2）下调长期利率预期：新框架新增了“长期来看，与充分就业和物价稳定相一致的联邦基金利率水平相较于历史平均水平有所下降，因此与过去相比，联邦基金利率很可能受到有效下限的限制。美联储认为，部分是因为利率接近有效的下限、就业和通货膨胀的下行风险有所增加”的表述。

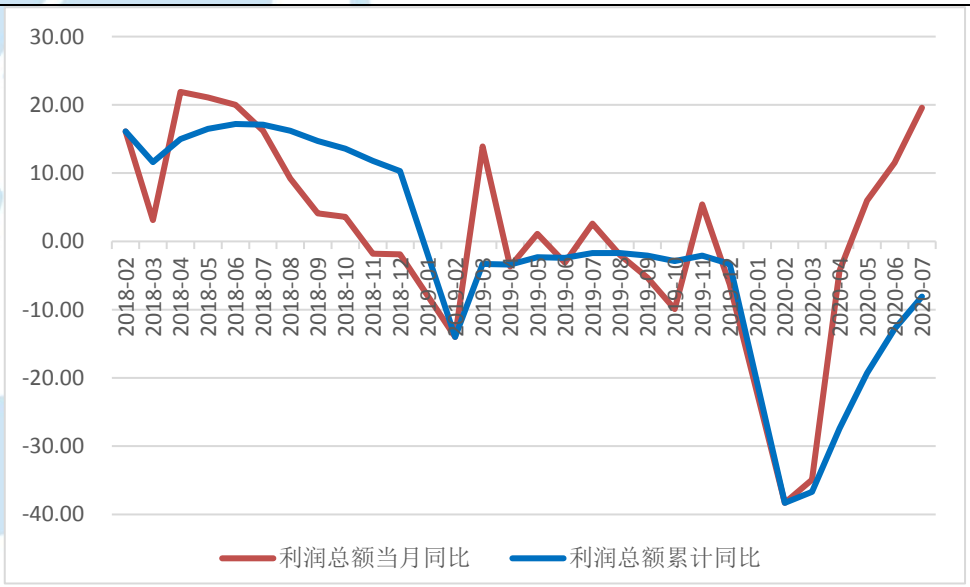
3）对就业的重视度提高：充分就业方面，美联储从过去的关注“对最大就业水平的偏离”转变为关注“与最大就业水平的差距（缺口）的评估”，由双向的关注转变为仅关注就业不足的情况，指向美联储更加注重推动就业市场的修复。这与近十年来美国菲利普斯曲线的平坦化相关：尽管疫前美国失业率已处于历史低位，但其通胀持续低迷，这使得美联储无需对就业市场的“正偏离”做出响应。

鉴于美联储一定程度上充当了全球央行的角色，新框架带来的改变是更低的美联储政策利率和更长时间的宽松货币环境。

1.2 工业企业加快恢复，利润增速继续大幅回升，经济恢复势头仍在延续

国家统计局 8 月 27 日发布的数据显示，中国工业运行持续向好，企业利润延续快速增长态势，7 月规模以上工业企业利润增速继续提升，同比增长 19.6%，增速比 6 月加快 8.1 个百分点，并创下两年来最高增速。从累计指标看，受一季度利润增速大幅下滑的拖累，1-7 月工业利润累计增速仍未转正，同比下降 8.1%，较 1-6 月收窄 4.7 个百分点。

图 1：工业企业利润同比（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

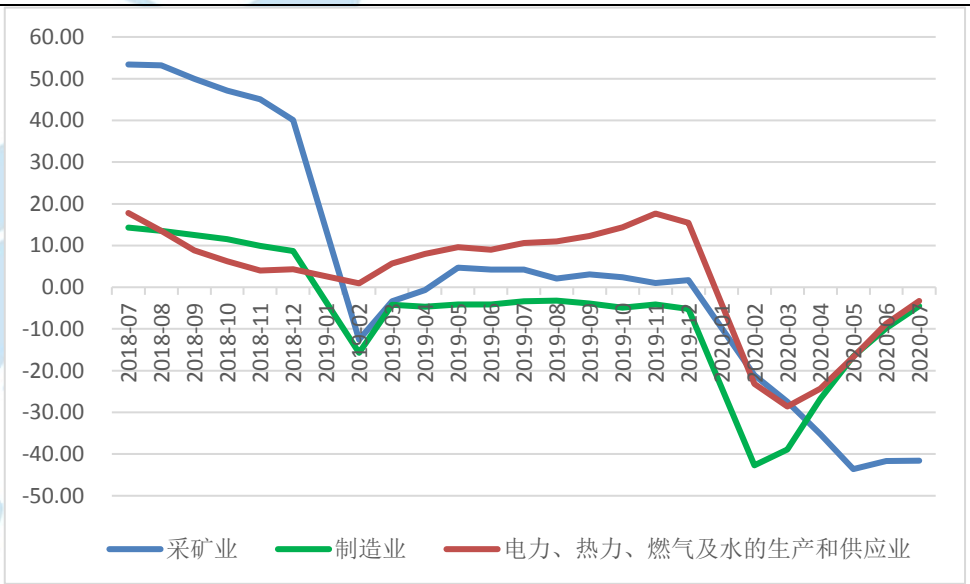
7 月工业利润增速回升较多，除了与去年同期基数偏低有关外，主要受汽车、电子等装备制造业以及高技术制造业利润增速加快的拉动。7 月装备制造业利润同比增长 44.3%，增速比 6 月加快 30 个百分

点，其中，汽车行业受益于销售回暖和投资收益增加，利润增速由 6 月的 16.9%大幅上升至 125.5%；升级类电子产品需求上升推动电子行业利润增长 38.6%，增速比 6 月加快 27.6 个百分点。装备制造业整体拉动 7 月利润增长 13.8 个百分点。7 月高技术制造业利润同比增长 36.5%，增速比 6 月加快 27.5 个百分点，拉动利润增长 5.2 个百分点。此外，投资收益大幅增加对 7 月利润增速加快也起到了一定助推作用。

库存继续缓步去化，7 月末，工业企业产成品周转天数为 19.7 天，较前值继续下行 0.3 天；工业企业产成品库存同比+7.4%，连续四个月回落，显示市场需求状况持续改善。受本轮地产周期性特征不明确、今年经济更注重内生修复而非逆周期刺激等因素影响，部分传统行业库存仍有积压，本轮库存周期整体波动并不太大。

从上游采矿业和原材料行业利润增速上看，需求仍偏弱。从三大行业看，1-7 月电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润累计同比下降最少，为 3.3%，降幅较 1-6 月收窄 5.4 个百分点，其次是制造业，累计同比下降 4.5%，收窄 5.3 个百分点，表现最差的是采矿业，累计同比下降 41.6%，降幅仅收窄 0.1 个百分点。统计局已指出，叠加疫情反复和贸易摩擦困扰，未来利润增长仍面临不确定性，在经济尚未完全恢复至潜在水平的情况下，整体上经济仍需要结构性托底政策支持。但随着未来积极财政将进一步加快落地，稳健货币政策也不会明显收紧，经济复苏势头有望延续。

图 2：三大行业利润累计同比（%）



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 本周重点新闻事件汇总

1、创业板注册制开启

8 月 24 日，创业板注册制正式开启。当日，创业板注册制首批 18 只新股集体收涨，涨幅最大的 N 康泰收盘涨幅达到 1061%，盘中一度飙升逾 2900%。创业板指走势较强，收盘上涨 1.98%，显现注册制在创业板的落地，对市场整体走势影响偏正面。不过，主板市场走势较弱，价平量缩，技术属于弱势反弹特征。注册制落地之后，直接效应都是带来新股发行的数量将上升。从供求关系而言，后期决定市场的因素就是来自股票与资金双向扩容的力量对比。

2、2020 年证券公司分类评级公布

8 月 26 日晚间，证监会公布了 2020 年证券公司分类评级结果，与去年相比，今年券商评级变化不小。具体来看，今年的参评券商中有 32 家评级上升，较去年增加 13 家，“扩容”明显，25 家评级下降，较去年减少 3 家，39 家评级维持不变。

3、日本首相安倍晋三宣布辞去首相职务

日本首相安倍晋三于 8 月 28 日下午在东京首相官邸召开记者会，宣布辞去首相职务。他宣布在任命新任首相之前其将继续履行职责，但后续安倍的超级宽松政策延续性或存疑。安倍辞职目前最大的风险就在于“安倍经济学”的持续性，而安倍经济学主要是指通过货币宽松政策，对外引导日元贬值，刺激出口增长，对内创造通胀预期，刺激消费和投资增长。对全球大类资产而言，关键在于日元贬值趋势是否延续，一旦日元走强将加大美元的贬值压力。继任者来看，根据共同社 8 月 23 日发布的民调结果显示，认为石破“适合担任下任首相”的受访者比例达 23.3%，远高于位居第二的安倍的 11.0%，从政策上来看，安倍经济学短期还将具有延续。时间上，参考安倍晋三第一次执政期间，从他于 2007 年 9 月 12 日宣布辞职到新总裁被选举完成，一共用了 11 天时间，新总裁被指名为日本首相又耗时 13 天。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析： 央行公开市场本周实现净投放 500 亿元，资金面整体宽松， 9 月资金面料将边际宽松，预计 DR001 会在 1.8%-2%之间运行，DR007 会在 2%-2.2%之间

1）央行的公开市场操作：央行公开市场本周实现净投放 500 亿元

央行公开市场本周累计开展 7000 亿元 7d 逆回购操作和 1100 亿元 14d 逆回购操作，因本周有 6100 亿元逆回购、1500 亿元 MLF。因此，从全口径看，央行公开市场本周实现净投放 500 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	-500	-1000	-1500	-1600	-1500
7 天	1000	2500	2000	1000	500
14 天	600	500	0	0	0
TMLF（投放）366D	0	0	0	0	0
MLF（回笼）366D	0	0	-1500	0	0
央行票据 3 个月	0	0	0	0	0
净投放	1100	2000	-1000	-600	-1000

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，银行间短期资金供给宽裕，短端资金价格逐步下降

本周资金面整体宽松，银行间市场短期资金供给充裕，短端资金价格逐步下降。隔夜回购加权利率续跌至 1.39%附近，而七天期稳中小跌至 2.48%附近，导致二者利差扩大至约 109 个 bp，为两个月来高点。

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	2.4040	1.9848	1.6649	1.5077	1.3998
	R007	2.5108	2.5918	2.4974	2.4745	2.4837
	R014	2.7456	2.7127	2.6055	2.4081	2.5035
	R021	2.4462	2.5082	2.3049	2.1376	2.3971

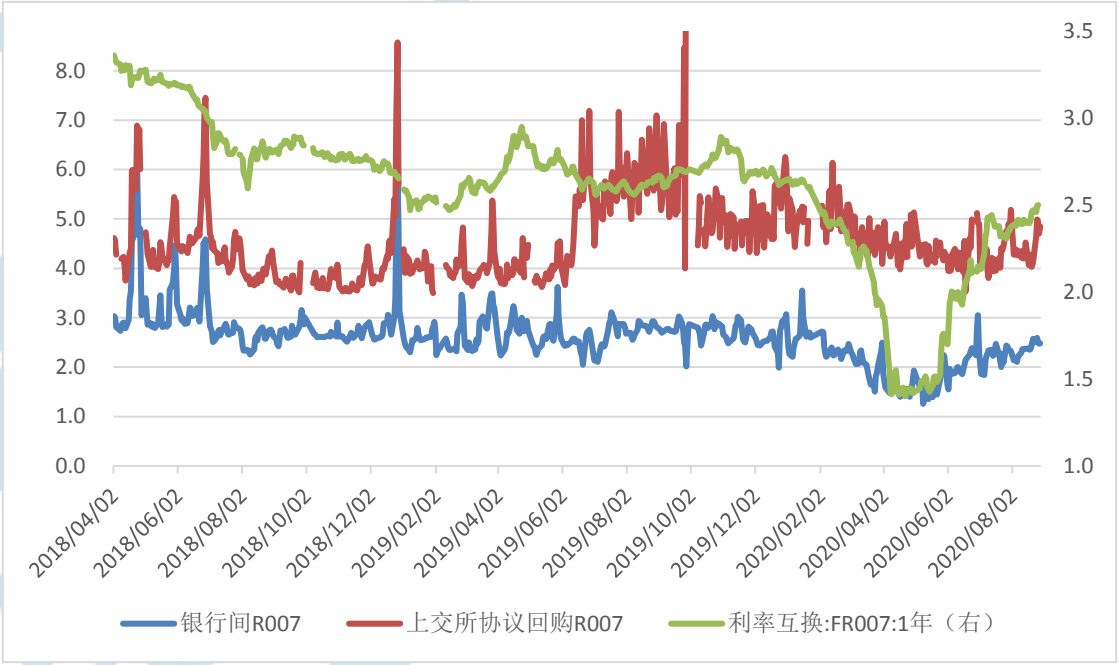
	R1M	2.6963	2.6251	2.8349	3.0018	2.6390
上交所协议回购	206001	3.9230	4.1150	3.7430	3.7820	3.8000
	206007	4.6420	4.9890	4.9410	4.7030	4.8500
	206014	4.4710	4.5810	4.8220	5.1890	5.2720
	206021	4.5780	5.1240	5.3850	5.3160	4.9400
	206030	5.9860	6.5410	5.6570	6.0440	6.0560
利率互换定盘：1Y	FR007	2.4604	2.4966	2.5002	2.5120	2.5112

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 月资金面料将边际宽松，预计 DR001 会在 1.8%-2%之间运行，DR007 会在 2%-2.2%之间

9 月资金面料将边际宽松，首先，政府财政在 9 月大概率是大额释放流动性的。其次，公开市场到期压力不大。再次，从央行领导近期的讲话上看，维持流动性合理充裕的思路也不会变。9 月资金面有望随着财政资金的不断释放而边际放松，预计 DR001 会在 1.8%-2%之间运行，DR007 会在 2%-2.2%之间。

图 3：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：9 月债券供给压力仍存，预计债券市场延续弱势

1）利率债走势复盘：央行频繁投放 14D 资金引发市场担忧，债券收益率再度上行

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 100.0200，较上周下降 0.51%。10 年期国债期货主力合约 T2009 价格 98.3500，较上周下降 0.64%。2 年期国债期货主力合约 TS2009 价格为 100.3400，较上周下降 0.2%。

本周债市情绪脆弱，长债收益率再度大幅上行，10 年国债收益率再度向上突破 3%。本周在并无明显利空消息的情况下，长期利率债收益率大幅上行，最初的导火索是，近期央行公开市场频繁投放 14 天逆回购，包括 8 月 21 日、24 日和 25 日日内投放 500-600 亿 14 天逆回购，操作引发市场对于央行抬高资金成

本的猜测，2016 年 8 月央行重启 14 天逆回购，缩短放长，抬升资金成本，开启了一轮大熊市，市场担忧历史重现，导致长债收益率明显上行，虽然周二在国新办举行的国务院政策例行吹风会上，央行货政司司长孙国峰表示，货币政策三个不变：稳健货币政策取向不变，保持灵活适度的操作要求不变，坚持正常货币政策的决心不变，虽然有安抚稳定市场的意味，但是随后几天的净回笼仍然令投资者不安，加之下周国债供给环比有所放量，致使长债收益率快速上行，全周 10 年期国债活跃券 200006 上行 8.25BP 至 3.065%，10 年国开债活跃券 200210 收益率上行 12.5bp 至 3.62%。

图 4：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：9 月供给压力下债市预计延续弱势，在基本面再度走弱、社融增速趋势性回落之前，长端利率债难以出现趋势性行情

市场担心央行进行 14 天逆回购投放是否会重现 2016 年 8 月的情形，对此，我们认为 14 天逆回购操作背后的原因并非抬升资金成本。当前 14D 逆回购的重启，并不具备大幅抬升资金价格中枢的客观条件，且尚不能验证央行有引导资金利率中枢上行的意愿；或更多体现央行拉长流动性投放期限，对冲政府债券发行对资金面的扰动的意愿；14D 重启和 MLF 增量投放客观上会起到抬升央行投放流动性加权成本，或也使资金价格中枢小幅抬升至 7D 逆回购操作利率附近，但目前 14D 和 MLF 的投放量均较小，大概率不会造成资金价格中枢的大幅上行，后期仍需关注其投放规模和频率。但是，需要关注到存单和短债利率仍在上行，市场对于未来资金面以及央行的态度存在担忧。

从基本面看，央行 5 月开始的流动性收紧将逐渐向实体经济融资传导，从而导致市场对后续经济动能以及通胀增长的预期走弱，叠加地产调控开始，后续几个月，地产的融资会开始预计逐步收缩，从而会开始传导到地产拿地，传导到地方财政，从而使得整体经济降温，预计未来利率上升空间有限。

从债券供给来看，按当前政府债券发行情况，9 月预计还有 0.7 万亿地方债和 0.4 万亿国债净融资规模，全月政府债券净融资依然在 1 万亿以上，政府债券带来的信用扩张依然会持续，这可能导致 9 月债市依然延续弱势状况。

综上，债市震荡偏弱态势预计仍将延续，在基本面再度走弱、社融增速趋势性回落之前，长端利率债难以出现趋势性行情，可以交易性策略参与。

2.3 存单与信用债分析：市场对于央行“缩短放长”的担忧以及市场有消息称国债与地方债可能增量发行，导致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 3,861.70 亿元，较上周发行量下降 25.53%。本周存单到期量为 4,465.70 亿元，较上周到期量下降 0.40% 。

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 3,072.92 亿元，较上周环比下降 37.36%。

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 存单收益率较上周下降 14.9bp，3M 期存单收益率较上周上涨 2.27bp，6M 期存单收益率较上周上涨 3.64bp，9M 期存单收益率较上周上涨 5.72bp。

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 12.02bp、上涨 18.37bp、上涨 9.38bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别上涨 14.02bp、上涨 17.37p、上涨 10.38bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别上涨 12.02bp、上涨 9.37bp、上涨 11.13bp。

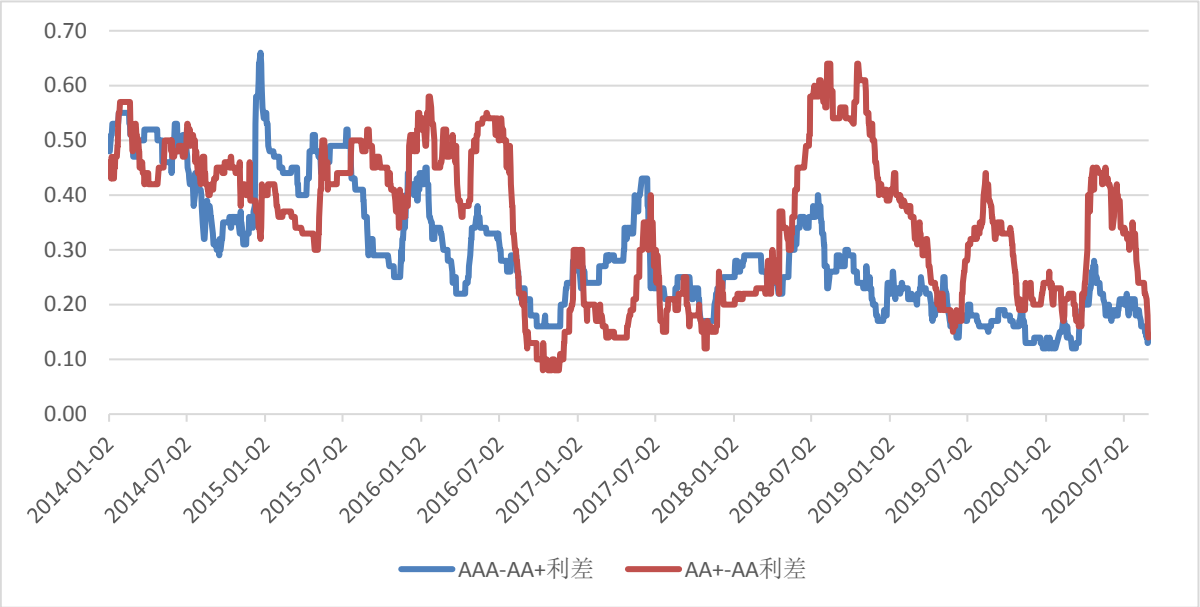
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	3.084	21.90%	12.02
信用债(AAA):3 年	3.6933	32.40%	18.37
信用债(AAA):5 年	3.967	32.50%	9.38
信用债(AA+):1 年	3.244	17.70%	14.02
信用债(AA+):3 年	3.833	29.60%	17.37
信用债(AA+):5 年	4.217	29.60%	10.38
信用债(AA):1 年	3.384	14.40%	12.02
信用债(AA):3 年	3.973	20.40%	9.37
信用债(AA):5 年	4.597	26.70%	11.13

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，各评级信用利差均收窄，AAA 与 AA+信用利差较前周收窄 1bp 至 14bp，AA+和 AA 之间的利差较前周收窄 8bp 至 14bp。

图 5：各评级信用利差收窄（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2.4 可转债分析：近六成转债录得下跌行情，在震荡行情中择券思路转向业绩驱动，关注周期、消费、基建、科技等主线

1）可转债的走势复盘：权益市场全线收涨，转债市场表现异于权益市场，近六成转债录得下跌行情

本周权益市场经历周三大幅调整，周五在消费和医疗板块的带动下，各市场全线大涨，上证指数本周收于 3403.81 上涨 0.68%，深证成指本周上涨 2.77%，创业板指本周上涨 4.76%，中小板指本周上涨 2.35%，受到创业板注册制改革利好，本周创业板及深市整体表现亮眼。可转债市场表现异于权益市场，本周上证转债微跌 0.53%至 327.41，深证转债微涨 0.62%至 271.68，中证转债微跌 0.11%至 371.63，本周转债成交规模较上周缩量明显，近六成转债录得下跌行情。其中，蓝晓转债、广电转债、希望转债、奥佳转债、龙大转债等领涨，同德转债、横河转债、仙鹤转债、新莱转债、盛路转债等领跌。一级方面，本周有三只新债发行，分别是景 20 转债、嘉泽转债、青农转债；两只转债于本周上市，分别是法兰转债、淳中转债。

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依然处于震荡区间，较上周基本持平。转债市场整体估值水平与历史中位数差异不大，近期变动较小。

随着正股前期的拉涨，转债又出现了大量的负溢价率标的。对于已处于转股期内的转债而言，负溢价率主要源自于赎回预期，多出现在临近触发赎回或已经满足赎回条件且公司公告赎回的高价转债上。而对于转股期前的转债而言，负溢价率则主要源自于固收投资者对正股的悲观预期，多发生在正股前期暴力拉涨、而基本面支撑稍弱，固收类投资者对这类高价转债更抱有谨慎态度。

图 6：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：在震荡行情中择券思路转向业绩驱动，关注周期、消费、基建、科技等主线

短期看来震荡行情预期仍会维持一段时间，不过创业板新规、中美贸易谈判带来的相关风险有望逐渐释放。近期转债市场跟随权益市场小幅高位震荡，成交量小幅收缩，个券分化进一步加剧，新上市个券多数表现较好。转债下行空间有限，后市依然需要等待权益市场的带动，转债板块轮动节奏加快，且板块内部分化加剧，新券后续上涨空间充足。在短期基本面复苏趋势无法证伪，叠加目前各板块估值压缩空间有限的背景下，目前仍是转债市场的良好配置期，但个券挑选上需要从前期“牛市思维”转向业绩驱动，同时留意下半年估值切换下，传统蓝筹板块部分基本面较强的标的中所蕴含的估值提升机会。对于行业估值、平价溢价率估值处于历史高位的相关标的，若基本面没有较强支撑，建议适当规避。

择券思路维持不变：（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）对于消费类（必选+可选）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）科技类行业需要重点判断细分领域，维持关注与制造业结合较多的设备类个券。

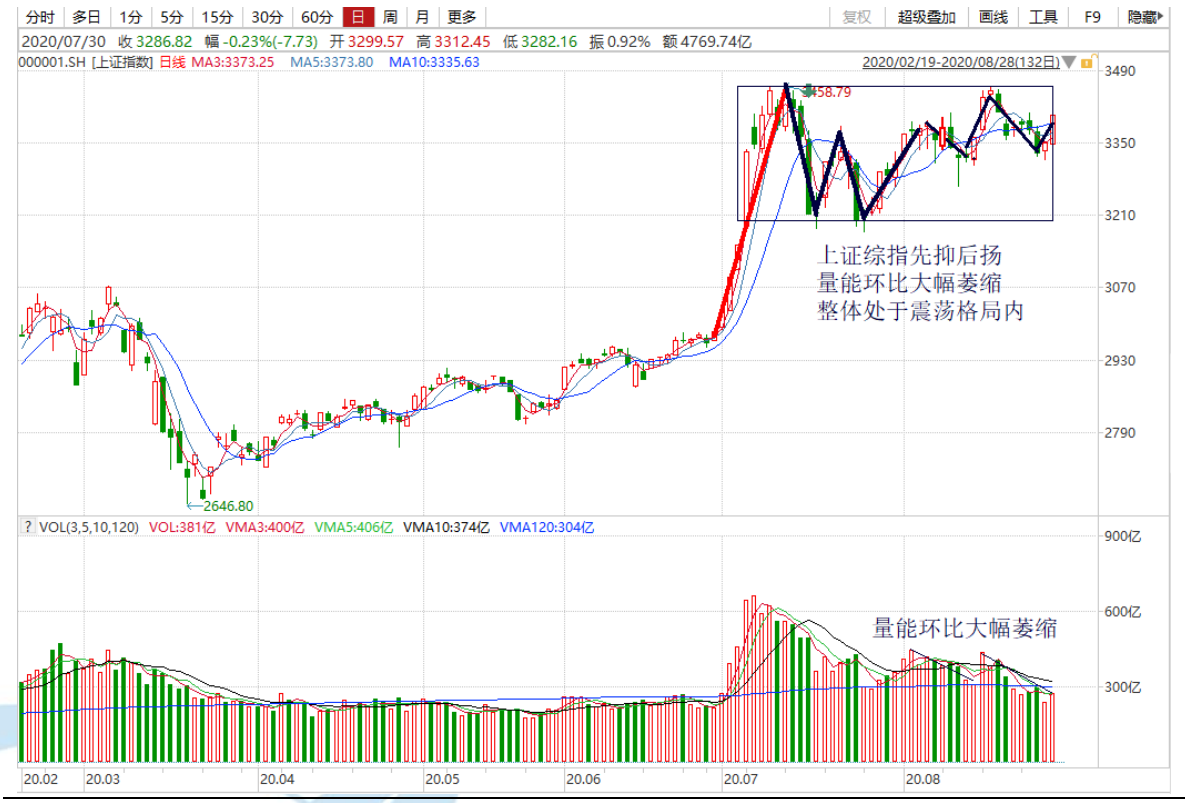
三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：短期有望震荡向上 关注交通运输、影视传媒及可选消费板块

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

上周市场先抑后扬，上半周走势犹豫，周五走出中阳。上证综指最终报收 3404 点全周上涨 0.68%，处于震荡格局内；同期深圳成指和创业板指分别上涨 2.77%和 4.76%。两市合计成交 4.63 万亿元，环比萎缩逾两成。但值得注意的是，上证综指和沪深 300 指数周收盘价均收出了今年以来新高。盘面上，行情依旧主要由核心龙头公司主导，以白酒代表的食品饮料龙头强势。

图 7：先抑后扬 上证继续处于震荡格局内



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

美股三大股指本周上涨，道指本周较上周上涨 2.59%，报 28653.8700 点，纳指报 11695.6300 点，本周周涨 3.39%，标普 500 指数报 3508.0100，本周周涨 3.26%。

本周四，美联储宣布正式引入平均通胀目标 或将长期维持低利率政策。本周鲍威尔在央行年会表示更改息口政策，包括采用平均 2%通胀目标，但缺乏算式上的支持。事实上，这次息口态度改变已获市场充份预期，所以实质影响不大，只对短线市场情绪有所刺激。本身目前美国短时间内加息没有可能，而疫情前通胀目标亦长时间不达标，可见鲍威尔讲话理据不足，纯为刺激市场情绪而发话。关注美元及市场趋势，还是应该看美国经济及救市政策的变化，以及关注恶性通胀的出现。

图 8：美股三大股指上涨



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2）权益市场展望——短期有望震荡向上　关注交通运输、影视传媒及可选消费板块

回顾 2019 年以来，受国内货币政策持续放松下流动性充裕（M1、M2 增速持续回升；以国债收益率代表的资金利率不断下行），资本市场扩大开放（A 股纳入国际指数，北向等海外资金大量进入 A 股），加上深化改革（科创板注册制实施、创业板注册制也已落地）等多重利好的共同推动，A 股市场走出阴霾，开启持续复苏历程。

截至目前，A 股主要指数自 2019 年初低点以来均获得较好涨幅。其中，上证综指上涨近 40%站上 3400 点；沪深 300 指数上涨近 60%，逼近 5000 点。期间，由于中美贸易摩擦因素的不断干扰，以及 2020 年以来新冠疫情的冲击，市场波动剧烈，但震荡向上的方向维持不变。

图 9：货币宽松、市场开放与改革等政策利好推动 A 股持续向好



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

然而，虽然 19 年以来市场整体回暖，但行情在各行业板块间的分化巨大：一方面传统行业受制于市场情绪，表现持续落后，涨幅有限；另一方面新兴行业及消费板块（如食品饮料、生物医药），受到市场持续追捧，涨幅很大。同时，个股间分行也非常明显，行情中的龙头带动现象明显。

通过 wind 统计，A 股中日常消费、信息技术、医疗保健等三大行业市值分别由 18 年底 3.17 万亿元、5.07 万亿元、3.314 万亿元分别增长到 8.44 万亿、12.92 万亿、7.79 万亿（截至 2020 年 8 月 25 日，按 wind 行业分类），分别增长达 167%、155%和 148%；而同期能源、公用事业、金融和房地产增幅分别仅为-23%、21%、24%和 25%。过去一年半的行情中优质成长股成为最大赢家，但以传统行业为主的绩优价值落后明显，传统行业中的非优质公司表现更为平淡。

极端的行情分化同时导致了估值水平的两极化。当前 A 股市场整体市盈率处于历史中位水平，但结构性估值差异极为明显。一方面，传统行业估值普遍较低，如金融、地产、石化等处于历史低位；另一方面，消费及新兴技术产业估值处于历史高位，如创业板指 PE（TTM）高达 71 倍。

展望后市，在全球流动性宽松的时代，国内宏观流动性整体也将保持宽松（尽管短期在宽松程度上会有所权衡）；国内疫情控制良好，经济持续恢复；受政策引导国内居民财富配置逐步从房产为主转向资本市场，海外资金仍将扩大中国资产配置比重。A 股中长期前景依旧看好。但受制于国内宏观经济转型升级，经济增速转入中高增速，以及巨大的估值水平差异，全面牛市难以展开。大概率仍将是结构性的，即结构性慢牛可期。

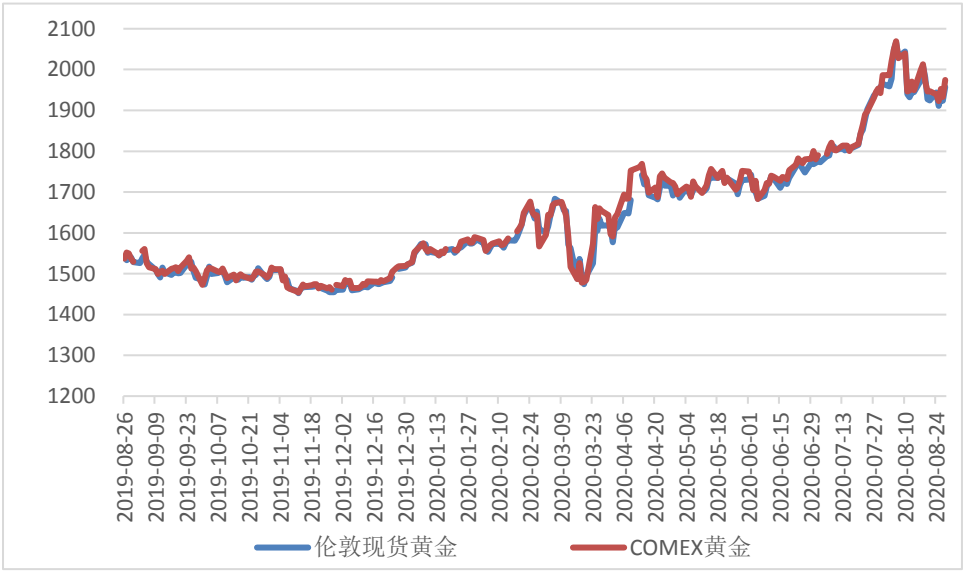
在对外开放和内部改革的推动下，A 股正不断走向成熟，市场深度和广度今非昔比，行情特征也快速向成熟市场靠拢。在此背景下，未来行情有望倾向于绩优价值，与此同时估值合理的核心成长也将获得持续关注。从中长期视角建议投资者持续聚焦优质公司，精选绩优价值和优质成长。

短期而言，虽然量能有所萎缩，但股指已逼近或创出新高，表明优质公司依旧强势。国内经济复苏趋势不变，美国经济数据也较为乐观，继续对权益资产形成支撑。A 股行情正由货币宽松推动的流动性逻辑向企业盈利驱动的业绩逻辑转变，市场短期有望震荡向上。板块配置方面，经济复苏趋势下周期股或迎来机会，可以关注交通运输、受益于影院重新开放的影视传媒板块，以及受益于经济复苏和消费回暖的可选消费板块。

3.2 黄金市场分析：美元贬值和美联储政策转向支撑黄金上涨

金价结束连续两周下跌后，本周出现上涨。周五，伦敦现货黄金价格较上一交易日大涨 33.5 美元，或 1.74%，收报于 1957.35 美元/盎司，全周累计涨幅 1.71%；美国 COMEX 黄金期货结算价大涨 42.3 美元，或 2.19%，收报于 1974.9 美元/盎司，全周累计涨幅 1.43%。

图 10：金价本周受美元贬值和美联储政策刺激上扬（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

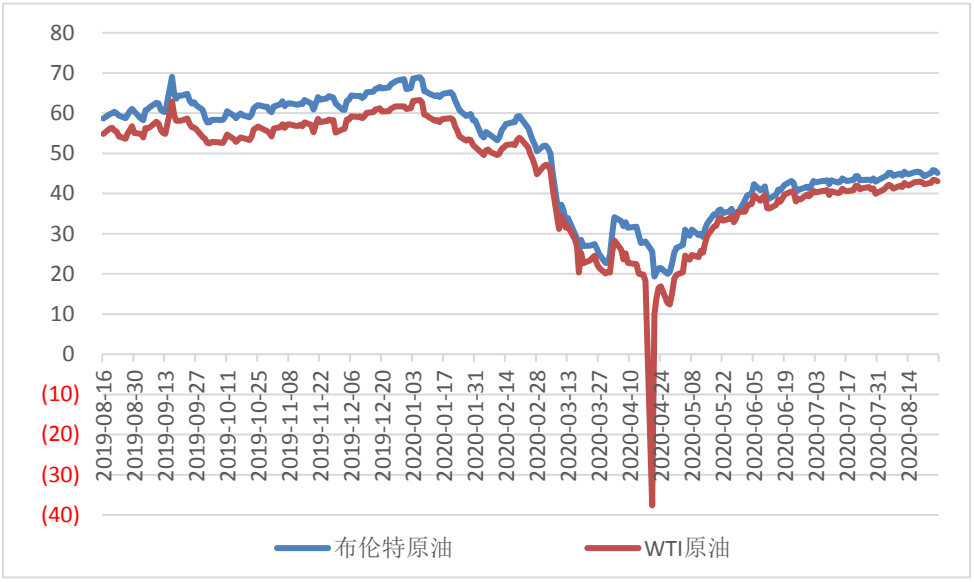
美元贬值和美联储政策转向共同支撑了黄金上涨。由于美国经济持续受新冠疫情持续蔓延拖累，恢复速度明显较其他国家缓慢，美元近期出现趋势性大幅贬值，本周美元指数继续下跌近 1%，至 92.2828，处于两年多以来的最低值。美联储周四在怀俄明州杰克森霍尔通过线上形势召开了重要的年度研讨会，在此次会上美联储主席鲍威尔称美联储为提振就业可以让通胀在一段时间内超过 2%的目标，以抵消通胀长期低于目标的影响，这一政策转向表明虽然鲍威尔没有直接阐明未来货币政策方向，但实际上却是通过提高通胀率降低了实际利率，投资者预计美联储将在长期内维持极宽松的货币政策，这支撑了金价。此前，金价受疫苗研发进展顺利、中美紧张关系缓和及美国新经济援助方案停滞不前的影响而从历史高位大幅下跌。

金价在三周前创下每盎司约 2070 美元的历史新高后，持续处于大幅震荡状态，全球大部分经济体复苏加快，以及疫情趋于稳定，使得金价承压，美股主要股指不断创下纪录新高，似乎表明投资者风险偏好正在提升。不过考虑到金价上一次即 2011 年创下历史记录前持续上涨了有三年之久，我们认为从中长期看，在疫情持续存在、全球经济仍没有走出衰退前景、美联储保持较宽松货币政策背景下，金价仍处在上涨通道。

3.3 原油市场分析：美国飓风等偶发性因素冲击美国原油供给，短期提振了油价

周五，国际基准布伦特原油 10 月期货合约结算价在到期前下跌 0.55 美元，或-1.21%，收报于每桶 45.09 美元，但全周仍实现小幅上涨 0.42%；美国基准 WTI 原油期货合约结算价下跌 0.35 美元，或-0.81%，收报于每桶 43.04 美元，全周小幅上涨 0.51%。本周两大原油指标均录得上涨，其中美国 WTI 原油周线连续第四周上涨。

图 11：原油小幅上涨（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

由于没有较大的乐观或悲观消息的影响，原油供需基本处于一种均衡状态中，油价近期也在小范围内波动震荡，其中布伦特油价近一个月以来一直处于每桶 44-46 美元之间。本周在美国前后登陆的两次飓风“Marco”和“Laura”冲击了美国石油供给，对油价产生了提振。美国石油公司在飓风到来之前削减原油产量，疏散了 310 个离岸设施，关闭了 156 万桶/日的生产，占墨西哥湾离岸产量的 84%，接近 15 年前飓风卡崔娜飓风来袭时的 90%，并暂停了德克萨斯州和路易斯安那州沿岸的大部分炼油活动，约占美国炼油业务的 15%。此外，美国能源情报署（EIA）周三公布的数据显示，截至 8 月 21 日当周，美国原油库存减少 470 万桶，超过预期，这也有利于油价，但影响却不及飓风。不过在飓风“Laura”到来后，因对离岸原油生产或炼厂活动的实际影响有限，油价又出现了下跌。

像飓风这样的因素的影响仅是暂时的，不会对油价产生趋势性影响，在 OPEC+减产协议正在有效率地执行，市场已经消化（price in）所有减产预期后，目前能够决定油价走势的主要在于需求端。从近期各主要经济体公布的经济数据来看，欧洲、亚洲的一些经济体恢复的较好，但美国经济似乎困难较多，原油需求增加有限，这限制了油价涨幅。但随着几种主要疫苗将在第四季度推向市场，疫情或将被基本遏制，全球经济恢复速度将加快，会进一步支撑原油需求前景和油价。

3.4 黑色产业链分析：下游行业需求不足仍对黑色产生掣肘，价格延续上周走势

本周黑色价格延续上周走势，螺纹钢、焦炭等下游产品价格继续下跌，上游产品焦煤价格上涨。具体来看，螺纹钢期货主力合约结算价较上周每吨下跌 37 元，或-1.67%，收报于 3717 元/吨；焦炭价格每吨下跌 38.5 元，或-1.98%，收报于 1908 元/吨；焦煤价格每吨上涨 5.5 元，或 0.45%，收报于 1218.5 元/吨。

图 12：螺纹钢、焦炭价格继续下跌，焦煤价格上涨（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

螺纹钢需求旺季尚未到来，同时市场整体资金偏紧，华北、西南等部分地区需求仍偏弱，终端需求整体恢复缓慢，基本面仍维持宽松局面，导致螺纹钢的累库。本周螺纹钢产量环比继续减少 4.8 万吨至 380.62 万吨库存，同时总库存升至 1258.72 万吨（厂库 380.64 万吨+社库 878.08 万吨），环比增加 14.46 万吨，合并计算，表观消费量为 386.18 万吨，较上周下降 16,37 万吨，已连续三周下降。近期市场交易可能仍将不是很活跃，但从近期公布的房地产业和基建业数据看，需求回升将大概率兑现，未来螺纹钢下得空间有限。

由于下游钢厂利润下降，钢厂对焦化企业提涨要求普遍有抵触情绪，在钢厂减产预期影响下，焦炭市场偏弱运行。但在上周提涨后焦化企业利润仍较为乐观，开工仍继续处于高位，本周值为 74.85，环比提升近 0.2 个百分点，同时订单以及出货情况良好，焦炭库存处于中低水平，本周值为 29.8 万吨，环比大幅下降近 3.6 万吨。在下游钢厂需求恢复偏慢背景下，焦炭期价将以震荡为主。

国内焦煤供应能力充足，因下游高炉焦炉维持高开工率，焦煤需求旺盛，同时因进口政策仍收紧，海运煤压港量处在历史较高水平，整体看近期下游行业需求仍较弱，需要一段时间才能传导至焦煤市场，短期焦煤价格或将出现震荡。

3.5 人民币兑美元汇率分析：人民币汇率持续上涨，短期内，全球经济复苏进程以及中美关系仍将对人民币波动构成影响，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。

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.8891，较上周上涨 0.31%。即期汇率报 6.8646，较上周上涨 0.71%。，美元指数回落，录得一周半新低至 92.365。8 月以来，在岸、离岸人民币对美元汇率双双涨超千点。

美元指数方面，本周美元指数继续在 93 附近的低位区间疲弱运行。5 月份以来，美元走势出现疲弱，截至目前，美元指数与年中高点相比下降幅度约为 10%。在美联储宽松政策背景下，美元指数难以出现大幅反弹，人民币汇率有望温和升值。短期来看，由美联储货币宽松带来的美元下行或已阶段性调整到位。如果美元后续出现反弹，或将对人民币汇率带来一定压力。

从经济基本面看，在全球疫情持续蔓延的背景下，中国经济二季度 GDP 同比增速从一季度的下降 6.8%反弹至 3.2%。而全球经济发展遭受重大冲击，6 月份，IMF 预测全球 GDP 在 2020 年将萎缩 4.9%，美

国二季度 GDP 环比折年率更是达到-32.9%。人民银行发布的《2020 年第二季度中国货币政策执行报告》指出，目前我国疫情防控和经济恢复都走在世界前列，经济已由一季度疫情带来的“供需冲击”演进为二季度的“供给快速恢复、需求逐步改善”，市场预期总体稳定，下半年经济增速有望回到潜在增长水平，对人民币汇率带来了支撑。

总体来看，短期内，全球经济复苏进程以及中美关系仍将对人民币波动构成影响，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 13：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 14：美元指数回落



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

风险提示：新冠疫情恶化，中美摩擦加剧

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。