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：央行意外超额续作 MLF，资金面依旧紧张，长债收益率上行（2020.08.17-2020.08.21）

金融市场分析周报　　2020 年 8 月 24 日

摘要

- **中美关系：中美贸易中期会谈推迟，美国和中国计划重新安排推迟的贸易会谈。**中美第一阶段贸易协议执行情况来看，由于前期疫情导致的需求降低和航运受阻，第一阶段协议的执行进度远低于目标进度。但中国自 6 月以来增加了从美原油和大豆等商品进口，成为美国商品最大买家。特朗普政府官员表示对最近几周的购买速度感到满意。7 月以来，特朗普对华的负面声调明显提高。但市场并未跟随舆论，更加在意实质的影响而非表面的声张，对负面消息已经适应甚至钝化，

- **资金面及央行公开市场操作： 央行公开市场本周合计投放流动性 4600 亿元，资金面维持紧平衡，短端资金价格明显抬升，市场对流动性预期仍不乐观。**本周资金面维持紧平衡，短端资金利率明显抬升，隔夜资金上升至 2.3%左右，7d 资金价格于 2.5%左右徘徊，虽然平稳跨过税期，但目前银行机构超储率仍偏低，长线资金稀缺，加之地方债仍处发行高峰期，市场对流动性预期仍不乐观，资金本周依旧维持紧平衡状态。近期在央行的持续投放对冲下，资金面仍边际趋紧，需警惕 9 月供给压力再次回升对资金面的抽水效应。

- **利率债：资金利率中枢抬升已被市场接受，未来债券收益率取决于央行举动及基本面是否有超预期变化。**在目前市场已经接受了货币政策边际收紧，且资金利率抬升的事实之后，央行在资金利率引导和调控上将更加温和，债券利率已经逐渐 price in 资金面的预期，因此 8 月以来长端利率债并未再出现 6 月、7 月那种急跌的情况，当前短端及长端资金利率均接近于锚定利率水平，那么未来债券利率走向将更多的取决于央行是否会有超预期的举措，同时基本面是否形成进一步的复苏预期。

- **可转债：本周延续震荡行情，上市新券值得关注，在震荡上行行情中把握正股驱动逻辑，关注周期、必选消费、基建、可选消费、科技等主线。**本周权益市场前半周呈上涨行情，周中开始回调明显，全周各市场微涨或微跌，食品板块成为本周市场焦点。可转债市场本周整体趋势依然紧随权益市场，新券密集上市。经济复苏期+业绩验证期+美国大选关键期多期叠加，预计未来市场延续震荡向上格局，可转债投资建议把握正股驱动逻辑，关注周期、必选消费、基建、可选消费、科技等主线。

- **权益市场：**上周市场先扬后抑，上证综指收报 3380 点全周微涨 0.61%；同期深圳成指和创业板指分别下跌 0.08%和 1.36%。周内热点较散、持续性不强，量能环比持平，赚钱效应减弱，人气较前期减淡。市场环境未变：国内经济延续修复、流动性平稳、中美摩擦存在不确定性，延续“上有阻力、下有支撑”局面，短期重点关注创业板注册制落地和中美第一阶段贸易协议履行情况商谈的影响。综合看，我们继续看好中长期 A 股，认为短期受多方面因素影响大概率延续震荡。策略上，关注创业板注册制实施对基本面劣质公司的长期不利影响，建议聚焦优质公司和核心成长。板块配置方面，可以关注房地产相关股票，以及受益于经济复苏和消费回暖的可选消费板块 。

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

- **黄金：美元大幅升值和乐观经济数据下，金价震荡回落。**美元继续走软、10 年美债收益率回落，金价在前两个交易日均大涨，并再度升穿每盎司 2000 美元的关键水平。但周三美联储发布的最新政策会议记录支撑了美元，令黄金多头感到失望，加上数据显示美国企业活动升至 2019 年以来的最高水平，导致金价连续大跌。更长周期的角度来看，美国经济复苏缓慢，全球央行接近无限量的放水，以及美国大选的不确定性增加美国的政治风险，金价在中期将获得进一步支撑。

- **原油：全球原油需求恢复缓慢，油价继续窄幅震荡。**本周油价继续维持窄幅震荡格局，在每桶 44.35-45.46 美元之间波动。随着全球复工复产逐步推进，中国、德国等亚洲欧洲国家经济恢复良好，但美国经济恢复较缓慢，影响了整体原油需求预期。另外，OPEC+部长级会议评估认为 7 月减产协议执行率较好，但原油供给仍存在过剩，OPEC+需额外减产才能弥补近期的供应过剩，这令油价承压。当前原油市场难以摆脱震荡格局，除非有重大的基本面变化来打破这种平静格局。

- **黑色产业链：下游行业需求不足，黑色产业链中下游价格下跌，上游价格上涨。**螺纹钢需求受淡季影响仍在，且铁矿石价格高企、房地产业增速放缓正不断挤压螺纹钢利润空间，市场对螺纹钢短期内不断看空，价格连续两周下跌。焦炭价格在首轮提涨 50 元基本全部落地后，上游焦化企业生产积极性较高，焦企产能利用率和开工率均有提高，但需求不足仍导致焦炭价格本周出现大幅下跌。在国产焦煤供给稳定的情况下，焦企开工率提高直接拉动焦煤需求，加上海运煤通关政策依然严格，焦煤价格近期持续上涨。

- **人民币汇率：人民币汇率持续上涨，短期内将维持偏强势震荡格局。**在美联储公布会议纪要后，美元指数走强。会议纪要显示美联储官员内部对收益率曲线控制持谨慎态度，且对经济前景仍趋于悲观，导致前期支撑黄金及美股的风险情绪有所恶化，美元受到支撑，结束连跌八周，但是仍然处于两年低位，本周人民币仍旧录得上涨。从基本面看，中国经济稳步恢复，对人民币的支撑作用增强。短期内基于对美元指数的判断，人民币汇率将维持偏强势震荡格局。在经济前景利好的状况下，人民币有望在合理均衡水平附近向小幅升值方向试探。

风险提示：新冠疫情恶化，中美摩擦加剧

目录

一、 本周重点经济数据分析.....4
1.1 中美关系近况.....4
二、 固定收益市场分析.....4
2.1 资金面分析.....4
2.2 利率债走势分析.....5
2.3 存单与信用债分析.....7
2.4 可转债分析.....8
三、 主要资产价格分析.....9
3.1 权益市场分析.....9
3.2 黄金市场分析.....12
3.3 原油市场分析.....13
3.4 黑色产业链分析.....13
3.5 人民币兑美元汇率分析.....14

一、 本周重点经济数据分析

1.1 中美关系：中美贸易中期会谈推迟，美国和中国计划重新安排推迟的贸易会谈

原定于 8 月 15 日的中美贸易中期会谈推迟，鉴于白宫对贸易协议的乐观表态，对贸易协议继续实施保持乐观。经商务部确认，美国和中国计划重新安排在上周末推迟的贸易会谈，此次会谈目的是在第一阶段贸易协议签署六个月之际评估进展情况。

中美第一阶段贸易协议执行情况来看，由于前期疫情导致的需求降低和航运受阻，第一阶段协议的执行进度远低于目标进度。但中国自 6 月以来增加了从美原油和大豆等商品进口，成为美国商品最大买家。特朗普政府官员表示对最近几周的购买速度感到满意。

7 月以来，特朗普对华的负面声调明显提高，频繁利用中美关系制造议题、影响舆论，与拜登的民调支持率差距从 6 月底的 10%收窄到 7%。但市场并未跟随舆论，更加在意实质的影响而非表面的声张，对负面消息已经适应甚至钝化，

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析： 央行公开市场本周合计投放流动性 4600 亿元，资金面维持紧平衡，短端资金价格明显抬升，市场对流动性预期仍不乐观

1）央行的公开市场操作：央行公开市场本周合计投放流动性 4600 亿元

央行公开市场本周累计开展 6600 亿元逆回购操作和 7000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，因本周有 5000 亿元逆回购、4000 亿元 MLF 和 500 亿元国库现金定存到期。财政部、央行公告称 8 月 21 日进行 1 个月期 500 亿元国库现金定存操作。因此，从全口径看，央行公开市场本周实现净投放 4600 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	-4100	-500	-1400	-1500	-1500
7 天	500	1000	1500	1600	1500
14 天	0	0	0	0	500
TMLF（投放）366D	7000	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	3400	500	100	100	500

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：资金面维持紧平衡，短端资金价格明显抬升，市场对流动性预期仍不乐观

本周资金面维持紧平衡，短端资金利率明显抬升，隔夜资金上升至 2.3%左右，7d 资金价格于 2.5%左右徘徊，虽然平稳跨过税期，但目前银行机构超储率仍偏低，长线资金稀缺，加之地方债仍处发行高峰期，市场对流动性预期仍不乐观，资金本周依旧维持紧平衡状态。

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	2.1669	2.1659	2.2112	2.2711	2.3462
	R007	2.3789	2.3516	2.3745	2.4491	2.5732
	R014	2.4715	2.4618	2.4881	2.6120	2.6989

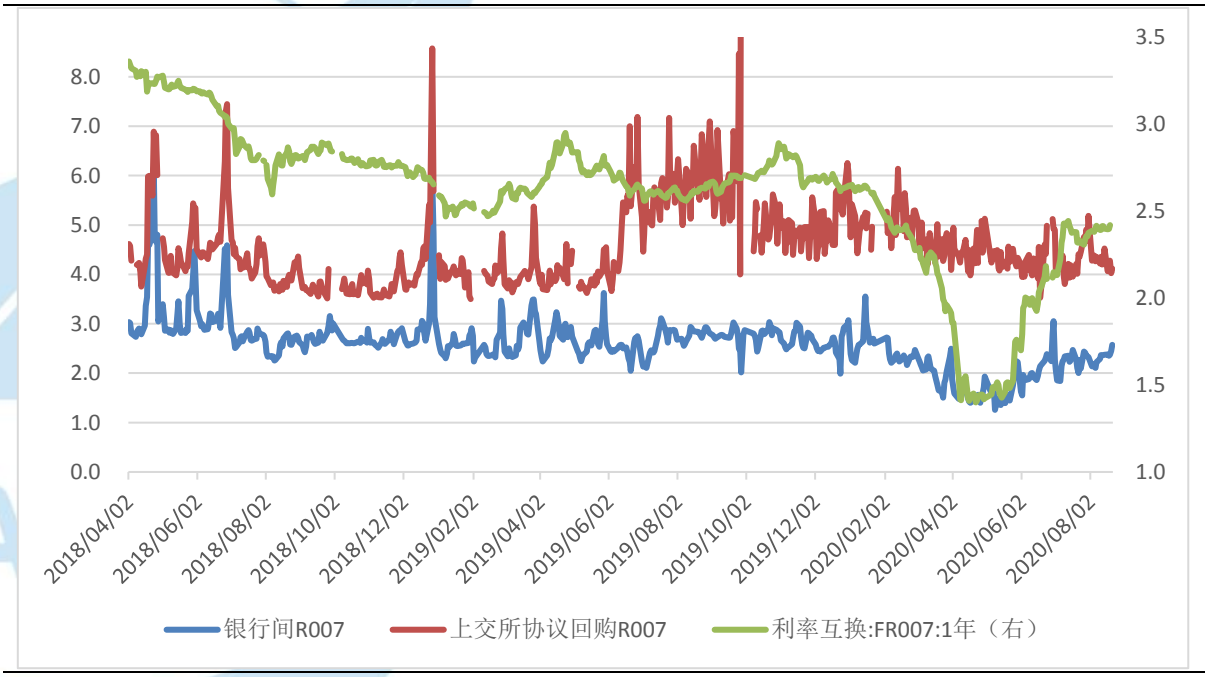
	R021	2.3897	2.1979	1.9288	2.0779	2.1907
	R1M	2.6903	2.7111	2.6383	2.8384	2.7434
上交所协议回购	206001	3.8100	4.3570	3.8320	3.3570	3.3600
	206007	4.0610	4.1510	4.2770	4.0280	4.1150
	206014	4.8600	5.4950	5.0640	4.9690	4.9070
	206021	5.2440	5.0640	5.1250	5.2030	4.7360
	206030	5.9250	5.5470	5.5660	6.1870	6.2770
利率互换定盘：1Y	FR007	2.3963	2.3979	2.4197	2.4120	2.4112

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：在基本面持续变好的情况下，未来流动性将以“精准滴灌”为主，短期不会全面降准

央行 8 月以来资金投放量明显增加，一改 6、7 月资金净回笼的趋势，一是因为市场流动性的需求比较大，二是需要加强财政和货币政策的配合，按照三季度国债发行计划，8 月底前国债发行安排较少，而地方债发行量也相对平稳，利率债供给压力短暂缓和。但进入 9 月后国债供给将再次趋于密集，叠加 10 月底前地方专项债需发行完毕，9 月利率债供给压力依然不容小觑。近期在央行的持续投放对冲下，资金面仍边际趋紧，需警惕 9 月供给压力再次回升对资金面的抽水效应。

图 1：本周资金面维持紧平衡（%）



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：未来债券收益率取决于央行举动及基本面是否有超预期变化

1）利率债走势复盘：央行虽然超额续作 MLF，但是资金面依然紧张，长债收益率震荡上行

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 100.5300，较上周下降 0.27%。10 年期国债期货主力合约 T2009 价格 98.9850，较上周下降 0.52%。2 年期国债期货主力合约 TS2009 价格为 100.5450，较上周下降 0.12%。

本周在央行大额净投放情况下，长端利率债收益率短暂下行，但是随着资金面的收紧，利率债收益率震荡上行。本周一，央行表现出久违的超量投放，开展 7000 亿元 MLF，本月 MLF 到期 5500 亿元。回顾过去 3 个月，每月的 MLF 到期，均是缩量续作，净回笼金额 1000 亿-5400 亿不等，因此本月的超量续作，引发了市场对央行货币政策基调边际缓和的预期，当日利率债收益率小幅下行。然而随后三个交易日，在资金面压力并未明显缓和的背景下，央行每天仅象征性的净投放 100 亿进行对冲，放任资金面进一步收紧。这一边际变化使得市场对流动性趋松的预期再次落空，对从而推动了债券利率，尤其是中短端利率的大幅反弹。全周，10 年期国债活跃券 200006 上行 4.5BP 至 2.98%，10 年期国开债活跃券 200210 上行 5BP 至 3.4950%。

图 2：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：资金利率中枢抬升已被市场接受，未来债券收益率取决于央行举动及基本面是否有超预期变化

本周央行虽然超量续作了 MLF，但是资金面依然偏紧，资金利率也持续抬升，从而带动的长债收益率上行，10 年国债利率再次逼近 3.0%整数关口。本周我们从短端资金利率的水平来分析长端利率何时会有所回落。5 月以来资金面的波动明显加大，一方面是因为 5 月以来央行边际收紧流动性投放，连续三月 MLF 均为缩量续作，更多是靠滚续 7 天回购来抑平资金面波动，导致超储率处于较低水平，6、7 两月存款类机构向央行借款规模合计压降 11087 亿元，其中 7 月减少 5334 亿元；另一方面，5 月以来，结构性存款持续压降，5-7 月结构性存款合计压降 19666 亿元。结构性存款压降和央行投放收紧的双重压力下，银行开始转为依赖同业存单和同业负债对整体的负债亏空进行填补。5 月以来，同业存单利率持续上行，当前 1 年期的国有大行存单收益率已到达 2.9%，接近 MLF 的 2.95%，一旦 MLF 开始放量，也就意味着存单利率的上行基本到头。因为从性价比角度而言，如果存单融资成本高过 MLF 利率，一级交易商就可以转向央行借 MLF（OMO 操作时提量）而放弃存单发行。此外，央行在货币政策执行报告中也提及，要引导货币市场利率围绕公开市场操作利率中枢波动，对于短端而言，锚定的是 7 天回购和 14 天回购，对于长端而言，锚定的就是应该是 MLF 利率。

基于以上分析，在目前市场已经接受了货币政策边际收紧，且资金利率抬升的事实之后，央行在资金利率引导和调控上将更加温和，债券利率已经逐渐 price in 资金面的预期，因此 8 月以来长端利率债并未再出现 6 月、7 月那种急跌的情况，当前短端及长端资金利率均接近于锚定利率水平，那么未来债券利率走向将更多的取决于央行是否会有超预期的举措，同时基本面是否形成进一步的复苏预期。

2.3 存单与信用债分析：存单收益率多数上涨，信用债收益率多数下降

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 5,272.60 亿元，较上周发行量上涨 28.47%。本周存单到期量为 4,483.50 亿元，较上周到期量上涨 12.04% 。

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 3,540.50 亿元，较上周环比下降 16.65%。

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下降

各期限存单收益率多数上涨，1M 存单收益率较上周上涨 8.15bp，3M 期存单收益率较上周上涨 6.26bp，6M 期存单收益率较上周上涨 7.12bp，9M 期存单收益率较上周上涨 4.92bp。

信用债二级市场方面，信用债各等级及各期限收益率多数下降，AAA 级 1 年期、AAA 级 3 年期、AAA 级 5 年期较上周分别上涨 5.57bp、下降 1.21bp、上涨 1.57bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别上涨 4.57bp、下降 2.21p、下降 1.43bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别上涨 3.57bp、下降 4.21bp、下降 0.56bp。

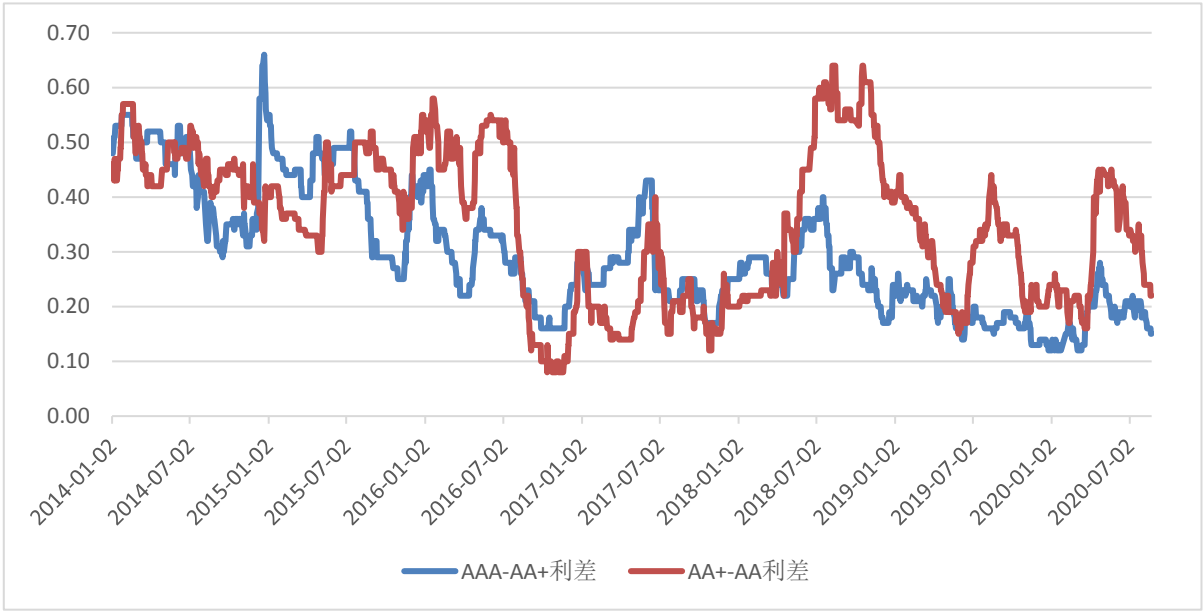
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	2.964	16.30%	5.57
信用债(AAA):3 年	3.5096	24.50%	-1.21
信用债(AAA):5 年	3.873	27.90%	1.57
信用债(AA+):1 年	3.104	13.20%	4.57
信用债(AA+):3 年	3.660	22.30%	-2.21
信用债(AA+):5 年	4.113	25.80%	-1.43
信用债(AA):1 年	3.264	11.70%	3.57
信用债(AA):3 年	3.880	14.90%	-4.21
信用债(AA):5 年	4.503	22.30%	-0.56

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 15bp，AA+和 AA 之间的利差较前周收窄 2bp 至 22bp。

图 3：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

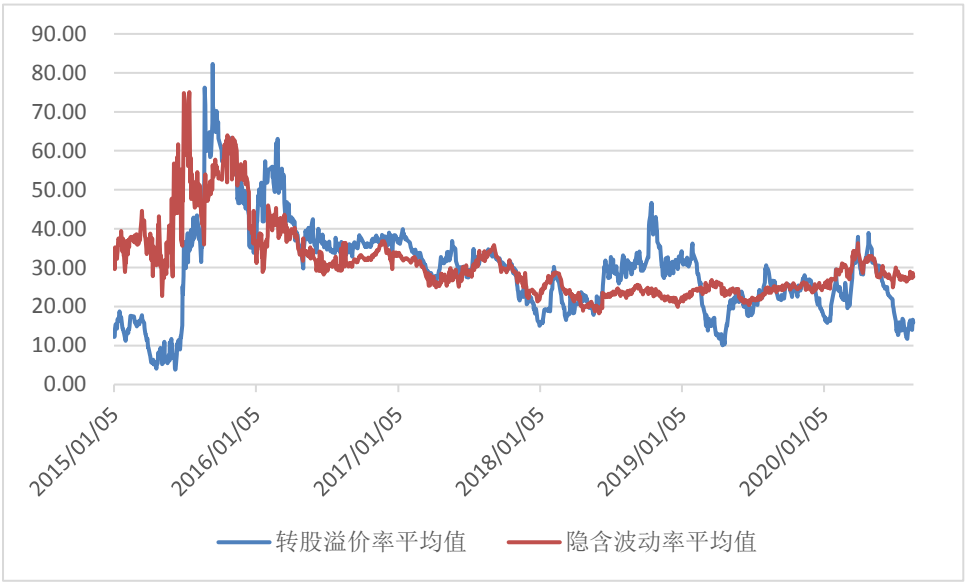
2.4 可转债分析：转债市场延续震荡行情，上市新券值得关注，在震荡上行行情中把握正股驱动逻辑，关注周期、必选消费、基建、可选消费、科技等主线

1）可转债的走势复盘：转债市场表现与权益市场基本一致，依然处于震荡区间，新券密集上市

本周权益市场前半周呈上涨行情，周中开始回调明显，上证指数本周收于 3380.68 微涨 0.61%，深证成指本周微跌 0.08%，创业板指本周下跌 1.36%，中小板指本周微涨 0.36%，食品板块成为本周市场焦点，中报陆续公布是其短期上涨的核心逻辑。可转债市场本周整体趋势依然紧随权益市场，本周上证转债微跌 0.01%至 329.17，深证转债微涨 0.34%至 270.02，中证转债微涨 0.11%至 372.03。其中，广电转债、同德转债、百合转债、金禾转债、东音转债等领涨，上机转债、木森转债、凯龙转债、威帝转债、振德转债等领跌，多只近期强赎转债出现在跌幅前列。一级方面，本周有五只新债发行，分别是广汇转债、精达转债、齐翔转 2、文科转债、塞力转债；本周是转债市场上市密集周，十四只转债于本周上市，主要是七月中下旬转债密集发行所致，优质新券值得关注。

从近五年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，本周转股溢价率较上周略有上升，但仍处于历史地位，隐含波动率较上周基本持平。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。

图 4：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：在震荡上行行情中把握正股驱动逻辑，关注周期、必选消费、基建、可选消费、科技等主线

整体而言，经济复苏期+业绩验证期+美国大选关键期，多期叠加，市场波动率较前期提升，权益市场由此前的单边快速上涨，进入横盘整理、震荡调整阶段。近期权益市场呈现明显的板块轮动和风格轮动行情，预计未来市场延续震荡向上格局。对于转债而言，正股还是核心驱动力，高弹性下正股的波动会传导到转债。波动仅是短期不确定因素的释放，中长期主线并未受到冲击，随波动继续布局是当前最优策略。当前，可转债短期估值水平大幅下降的可能性较小，主要原因在于：（1）当前纯债的利率偏低，投资可转债是固收类账户提升收益率的重要途经，投资者对可转债的需求旺盛；（2）权益市场整体估值水平不高，呈现长期向好的趋势。

当前正股视角回到盈利驱动的方向，存在三条主线：一是利润的分配向上游转移的大趋势（周期以及相关配套产业）；二是修复的角度（可选消费有盈利向上的弹性）；三是把握产业及政策趋势。回到可转债投资上，具体方向如下：（1）周期相关行业，受到大宗商品价格上行的影响，仍存在一定的想象空间，若有扰动则是再上车的机会；（2）需求侧的必选消费与基建关联行业，需求的恢复会进一步推动盈利的修复，稳健的盈利能够提供支撑；（3）可选消费，龙头公司有望在这一轮行业洗牌中率先修复；（4）科技成长，市场在盈利的预期下给予了当前的高估值，短期有所调整，但中长期来看仍具优势。

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：震荡格局大概率延续 关注经济复苏下的地产和可选消费板块

1） 权益市场走势复盘—股指延续震荡 赚钱效应减弱

本周市场先扬后抑冲高回落，整体延续震荡格局。上证综指收报 3380 点，全周微涨 0.61%；同期深圳成指和创业板指分别下跌 0.08%和 1.36%。周内两市合计成交 6.05 万亿元，环比基本持平。

盘面上，周内板块热点较为散乱且持续性不强，如数字货币、种业、养殖、军工等上半周表现强势，但下半周大幅回调；与此同时，权重板块表现滞重，向上弹性不足。整体而言，市场延续震荡格局，量能维持中性，赚钱效应减弱，人气较前期更为平淡。

图 5：量能中性 股指整体维持震荡格局

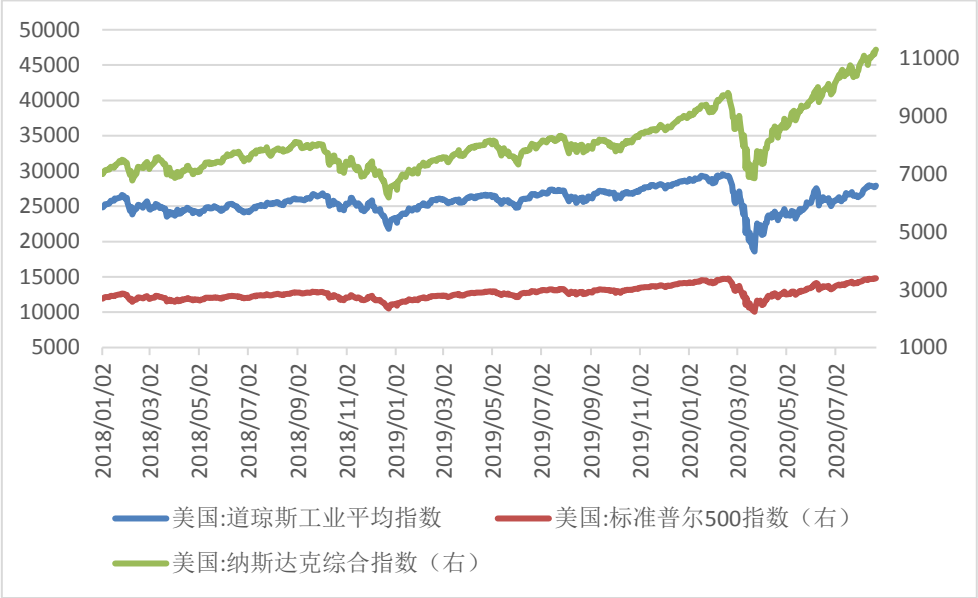


资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

美股三大股指本周多数上涨，道指本周较上周无变化，报 27930.3300 点，纳指报 11311.8000 点，本周周涨 2.65%，标普 500 指数报 3397.1600，本周周涨 0.72%。

周五，美国经济数据显示商业活动回升至扩张水平，美股周五先跌后升，道指尾段涨逾 200 点，逼近 28000 点关口。在本周强劲上涨的基础上，苹果股价上涨 5.1%，创下历史新高。投资者正期待着这家科技巨头即将到来的股票分拆，以及可能出现的大规模 5G iPhone 升级周期。特斯拉股价再创新高，该公司上周宣布将以 5：1 的比例分拆股票，让该股周四首次收于 2000 美元上方。今年以来，特斯拉股价累计上涨了 390%，而同期标准普尔 500 指数的涨幅约为 5%。

图 6：美股三大股指多数上涨



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—震荡格局大概率延续 关注经济复苏下的地产和可选消费板块

8 月以来，“上有阻力、下有支撑”的大环境决定了市场震荡运行格局。阻力来自于国内货币政策保持节制，流动性环境整体宽松但边际趋紧，以及中美双方博弈的不确定性；支撑来自于国内疫情控制良好，宏观经济延续较好的修复态势。前者抑制着市场风险偏好的提升，导致上行动力不足；后者则对市场形成较强的底部支撑。目前看，这种大环境仍在持续，由此震荡格局或将延续。

短期而言，重点关注两次要因素或引发市场短期波动。其一，创业板注册制正式落地，市场短期波动或加大；其二，中美就第一阶段贸易协议条款履行情况的商谈。

8 月 24 日，伴随首批创业板注册制公司上市，市场迎来一个重要的交易制度改革落地。与科创板一样，创业板注册制公司上市前五日将不设涨跌幅，五日后涨跌幅限制从 10%调整为 20%；存量创业板上市公司涨跌幅限制也将同步扩大为 20%。根据历史经验，交易制度改革大概率引发市场短期波动，并带来长期趋势性影响。长期来看，20%涨跌幅限制将增加个人投资者交易难度，盘中波动加大的情况下，若未能对公司有深入研究和价值判断，很难取得良好投资收益，进而加速市场去散户化、迈向机构化。总体上，这将有利于优质公司长期发展，而劣质公司可能逐步被淘汰出市场。

中美商贸谈判方面，近期双方互递善意。8 月 13 日，美国白宫高级经济顾问表示，特朗普政府对中国在兑现该贸易协议及购买美国商品的进度方面感到满意。8 月 14 日，美国农业部报告向中国出售 12.6 万吨大豆。商务部部长助理任鸿斌在国务院政策例行吹风会上表示，中美签署第一阶段经贸协议以来，中方认真落实协议，有关部门为推动协议执行做了大量工作。8 月 19 日，白宫幕僚长马克•梅多斯表示，美国贸易代表莱特希泽会继续与中方讨论第一阶段贸易协议的执行。8 月 20 日，商务部表示中美双方已商定将于近日举行通话。中美间“斗而不破”的局面将延续，重点关注双方会谈的进展。若商谈情况超预期，市场有望获得短期提振。

不过，展望未来 2-3 个月，中美间的不确定性仍较大。伴随美国大选日益临近，特朗普和拜登等竞争进入白热化。支持率落后的情况下，特朗普或在中美问题上采取更为激进的方式争取选票。中美间的摩擦仍将抑制市场风险偏好的提升。

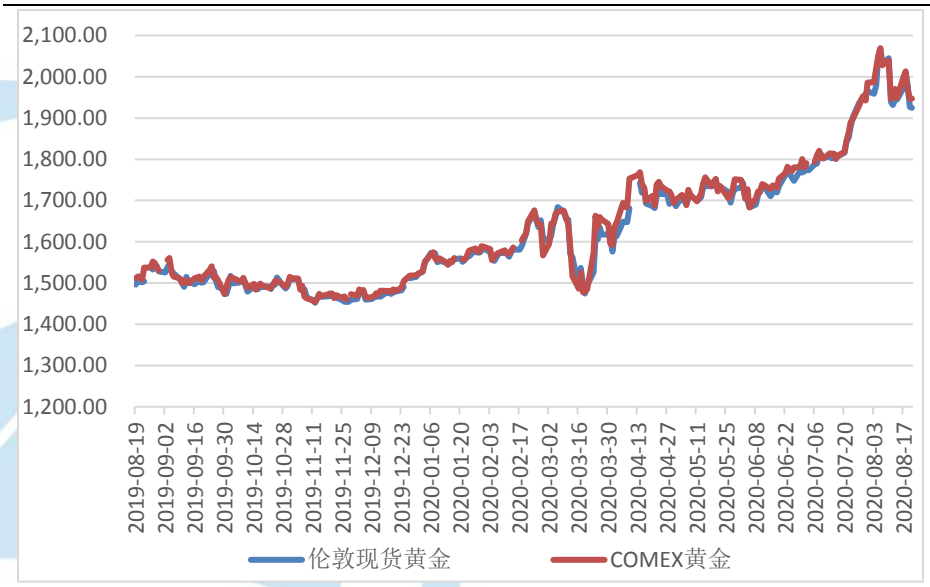
此外，海外疫情形势也不容忽视。近期全球新增新冠病例数一直延续高位，部分国家二次疫情形势堪忧，如西班牙日新增病例数已超过第一波疫情高峰，日韩新增病例数也出现明显反弹。海外疫情持续上升将加大全球资本市场风险释放的风险。

综合来看，中长期我们继续看好 A 股市场，短期而言受多方面因素影响，市场大概率将延续震荡，重点关注短期事件性因素的影响。投资上，注意创业板注册制实施对基本面劣质公司的长期不利影响，建议聚焦优质公司和核心成长。板块配置方面，在我国经济复苏的趋势下可以关注房地产相关股票；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：美元大幅升值和乐观经济数据下，金价震荡回落

周五，伦敦现货黄金价格较上一交易日下跌 2.8 美元，或-0.15%，收报于 1924.35 美元/盎司，全周累计跌幅-1.05%；美国 COMEX 黄金期货结算价则微涨 0.5 美元，或 0.03%，收报于 1947 美元/盎司，但全周累计却下跌 0.17%。金价继上周大跌后，本周继续下跌，表明之前支撑金价上涨的因素正发生逆转，投资者避险情绪减弱。

图 7：金价本周继续下跌（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

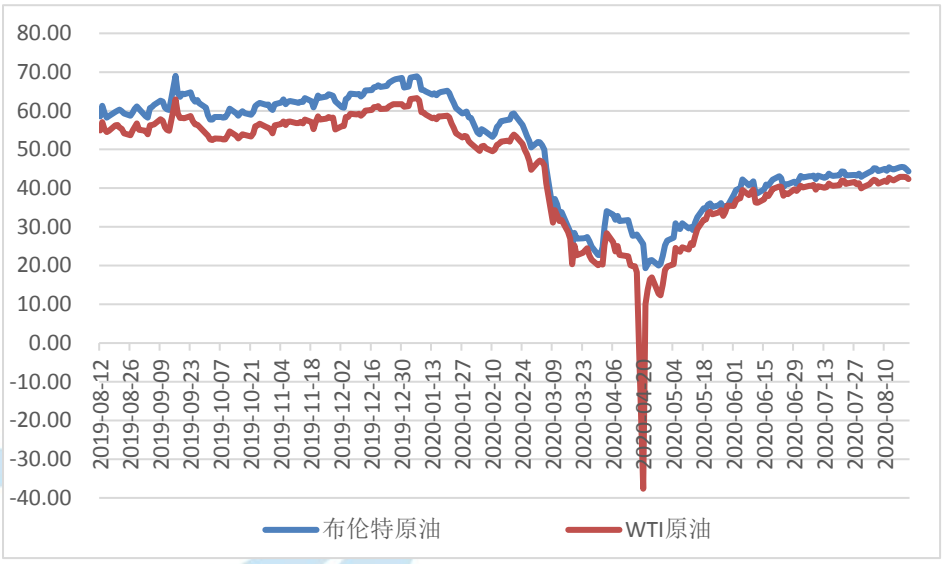
本周金价上涨后下跌，呈倒 U 型走势。由于美元继续走弱并跌至两年多的低点、10 年美债收益率回落，本周前两个交易日金价均大涨，并曾再度升穿每盎司 2000 美元的关键水平。美联储周三发布的最新政策会议记录显示，美国经济决策者正在考虑微调货币政策，这可能导致美联储在更长的时间内坚持激进的刺激措施，会议纪要并未暗示即将放松前瞻性指引和 QE，这支撑了美元，令黄金多头感到失望。受此消息刺激，美元大幅升值，美股也大幅上涨，现货金价当天则大跌 3%。之后美元继续强劲反弹，同时公布的 8 月 PMI 初值数据显示美国企业活动升至 2019 年以来的最高水平，乐观数据继续对金价造成打压。

尽管近期金价震荡幅度加大，且连续下跌，不过从更长周期的角度来看，美国经济复苏缓慢，上周首次申请失业救济人数意外回升至 110.6 万人，加上疫情使得全球央行接近无限量的放水，以及美国大选的不确定性增加美国的政治风险，这都将在中期进一步支撑金价提供。下周，投资者更为关切的是周四召开杰克逊霍尔全球央行年会，其中美联储主席将会在年会上发表讲话，此次会议将给投资带来监管者的对当前经济的看法以及未来可能采取的货币政策方向，势必将影响金价走势。

3.3 原油市场分析：全球原油需求恢复缓慢，油价继续窄幅震荡

周五，国际基准布伦特原油期货合约结算价下跌 0.55 美元，或-1.22%，收报于每桶 44.35 美元，全周累计跌幅 1%；美国基准 WTI 原油期货合约结算价下跌 0.48 美元，或-1.12%，收报于每桶 42.34 美元，但全周仍实现上涨 0.79%。

图 8：布伦特价格下跌，WTI 价格上涨（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

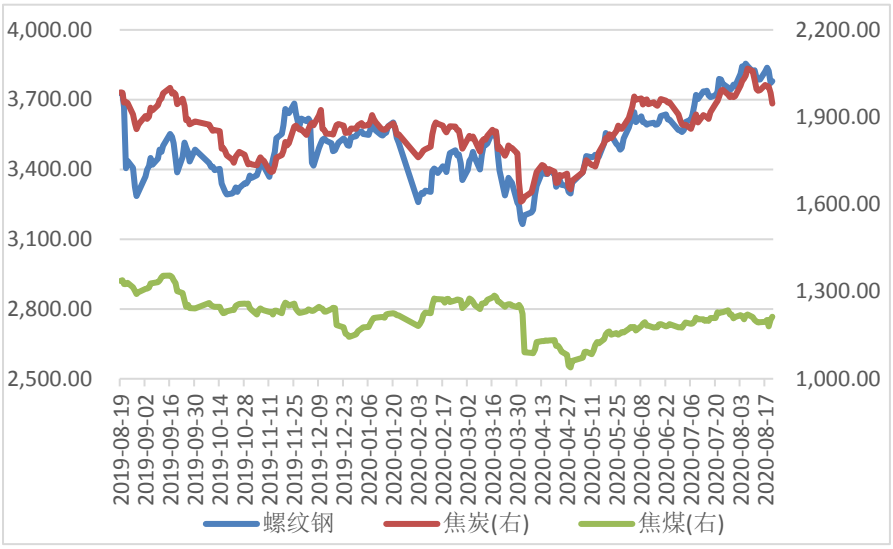
自 6 月中旬以来，油价基本上处于窄幅区间波动，布伦特原油价格处于每桶 40-46 美元的区间内，美国原油价格在 37-43 美元之间。本周油价继续维持窄幅震荡格局，在每桶 44.35-45.46 美元之间波动。从需求来看，随着全球复工复产逐步推进，中国、德国等亚洲欧洲国家经济恢复良好，但美国经济恢复较缓慢，影响了整体原油需求预期，加上全球旅行仍没有完全放开，石油市场复苏的步伐似乎比预期的要慢。供给方面，OPEC+仍在执行 770 万桶/日的减产力度，部长级会议评估认为 7 月减产协议执行率接近 100%，这对油价产生一定提振，但是因原油需求不足，OPEC+周三部长级委员会会议称需额外减产 231 万桶/日，才能弥补近期的供应过剩，这令油价再度承压。

尽管近期亚洲、欧洲国家对原油需求超出预期，美国上周原油库存下降也侧面反映需求向好，但根据 OPEC+的看法，全球石油需求预计到年底才能恢复至疫情前水平的 97%，而在 OPEC+减产上并没有超出市场预期的减产力度，目前 OPEC+主要致力于严格执行好目前减产协议，这并不能有效推动油价上涨，因此我们认为当前原油市场难以摆脱震荡格局，除非有重大的基本面变化来打破这种平静格局。

3.4 黑色产业链分析：下游行业需求不足，黑色产业链中下游价格下跌，但上游价格上涨

本周，螺纹钢期货主力合约结算价较上周每吨下 6 元，或-0.16%，收报于 3780 元/吨；焦炭价格每吨大跌 46.5 元，或-2.33%，收报于 1946.5 元/吨；焦煤价格每吨上涨 18.5 元，或 1.55%，收报于 1213 元/吨。

图 9：本周黑色价格分化，螺纹钢、焦炭下跌，焦煤上涨（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

螺纹钢需求受淡季影响仍在，且上下游行业正在不断挤压螺纹钢利润空间，市场对螺纹钢短期内不断看空，价格连续两周下跌，但本周跌幅明显收窄。一方面，螺纹钢原材料铁矿石的价格从二季度以来连续上涨，根据大连商品交易所周五报价，铁矿石期货价格折成美元已上涨至每吨 130 美元以上；另一方面，统计局 7 月数据显示，国内制造业和房地产业恢复速度已开始放缓，螺纹钢下游相关行业亦包括其中，螺纹钢需求整体不足。上下夹击下，螺纹钢本周产量环比下降 1.54 万吨，同时库存出现增加。此外，受中美贸易谈判取消等不利消息冲击，本周螺纹钢现货和期货成交量均下降，交易积极性不高。中长期看，螺纹钢需求持续疲软无法证伪，我们对螺纹钢价格仍看多，但短期可能经历一些震荡行情。

上游焦炭方面，首轮提涨 50 元基本全部落地后，焦化企业生产积极性较高，焦企产能利用率和开工率均有提高，其中开工率 74.66%，较上周大幅上升 1.81 个百分点，为今年以来最高。但需求端，由于下游钢厂开工率高位小幅回落，产量也减少，导致对焦炭的需求受此影响。供大于求使得焦炭价格受到承压，这也反映在焦炭库存增加上，焦企总库存为 33.37 万吨，较上周增加 1.83 万吨。焦煤方面，国产焦煤供给较为稳定，但焦企开工率提高拉动对焦煤的需求，加上海运煤通关政策依然严格的影响，使得焦煤价格近期持续上涨，期货价格偏强震荡。

3.5 人民币兑美元汇率分析： 人民币汇率持续上涨，短期内将维持偏强势震荡格局

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.9107，较上周上涨 0.43%。即期汇率报 6.9136，较上周上涨 0.52%。，美元指数报 93.2062，本周涨 0.11%，终结连跌八周走势。

在美联储公布会议纪要后，美元指数走强。会议纪要显示美联储官员内部对收益率曲线控制持谨慎态度，且对经济前景仍趋于悲观，导致前期支撑黄金及美股的风险情绪有所恶化，美元受到支撑，结束连跌八周，但是仍然处于两年低位，本周人民币仍旧录得上涨。

从基本面看，中国经济稳步恢复，对人民币的支撑作用增强。中国人民银行日前发布的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，经济已由第一季度疫情带来的“供需冲击”演进为第二季度的“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。从资产比价看，中国对常态化货币政策的坚守，奠定了人民币资产的利差优势，令人民币资产的估值洼地特征愈发凸显，吸引外资加快流入，也对稳定人民币汇率起到积极作用。围绕美国经济的忧心，加上美联储大规模量化宽松已导致美元供应过剩，这些因素可能在未来几周加重美元压力。人民币看涨趋势还在，但毕竟中美关系不确定性还比较大，仍然会有扰动，短期内基于对美

元指数的判断，人民币汇率将维持偏强势震荡格局。在经济前景利好的状况下，人民币有望在合理均衡水平附近向小幅升值方向试探。

图 10：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 11：美元指数结束八连跌



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：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，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，当前优质科技股短期估值普遍偏高，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，交易过度拥挤，估值水平一定程度上透支了未来成长空间，故维持标配。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。