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：7 月数据密集发布，债券市场收益率震荡下行（2020.08.10-2020.08.14）

金融市场分析周报　　2020 年 8 月 17 日

摘要

- **宏观经济数据：7 月主要经济指标继续改善，消费和投资同比增速下跌，表明经济内生动力放缓。**工业增加值同比实现正增长，消费和投资跌幅收窄，出口增速超预期由负转正，表明国内经济恢复向好势头延续，市场需求和企业活力不断增强。但是，占经济较高比例的消费和投资同比增速仍处于萎缩区间，失业率也没有明显下降，经济内生动力不足，加上货币政策已有收紧，经济实现“内循环”可能需要更长一段时间。

- **CPI、PPI 数据：突发性因素推动 7 月 CPI 上升，未来或将重回下降通道。**受南方洪涝灾害、局部疫情反弹等突发性因素影响，7 月猪肉、鲜菜等食品价格涨幅扩大，推动 CPI 超预期上升，但核心 CPI 持续回落，表明国内需求仍偏弱，未来经济复苏不容乐观。随着突发性因素的消除，在国内需求仍显疲软、货币政策收紧的情况下，CPI 或将在下半年重回下降通道。国内复工复产推动和大宗商品价格回升，导致 PPI 同比降幅继续收窄。

- **金融数据：疫后随着货币政策收紧，7 月新增信贷规模意外下降，但贷款结构更加优化。**新增人民币贷款同比下降 673 亿元，新增社会融资规模同比增加 4068 亿元。信贷规模的下降由信贷政策已收紧所导致，企事业单位短期贷款出现大幅度的减少，长短期贷款变化后，长期贷款占比有所提高，同时企业非标融资也有所下降，股票直接融资增加，贷款结构更加合理。

- **资金面及央行公开市场操作：央行公开市场本周连续 5 天净投放，合计投放流动性 4900 亿元，资金面维持紧平衡，短端资金价格明显抬升。**本周资金面维持紧平衡，短端资金利率明显抬升，主要因缴税截止日临近、政府债券发行规模回升均对资金面形成扰动。央行货币调控将保持“灵活适度”，通过公开市场操作平抑资金面波动，连续五个交易日进行净投放，呵护意图明显。八九月份，地方债、国债供给将现高峰。仅凭公开市场操作，难以有效缓解长端资金压力。叠加二季度超储率较一季度大幅下行，资金面波动加大，在 9 月份进行对冲性降准的可能性上升。

- **利率债：全球政策力度边际减弱，经济修复斜率放缓，风险资产震荡，一但经济转弱，债券市场可能重新获得投资者关注。**国内形势来看，货币政策常态回归、中性取向溢于言表，制约利率下行空间，不过此前债券收益率的回升已经反映了经济基本面的改善和货币政策的调整，在利空因素基本释放后，反而在数据出来后继续呈现利率逐步回落的走势。7 月份经济回升的斜率放缓，近期货币政策呵护的态度已经逐渐显现，继续收紧的可能性也不大。同时信贷扩张速度放缓缓解长端利率上行压力。建议久期策略可适当防守反击，十年期国债向下难以突破 2.8%，向上 3.0-3.2%有配置和交易机会。

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：本周延续震荡行情，核心品种陆续触发赎回，建议自上而下把握结构性行情，关注周期、消费、基建、科技、军工等主线。**本周权益市场延续前周震荡行情，市场涨跌不一，风格上大盘股占有相对优势。可转债市场表现与权益市场基本一致，近期核心品种陆续触发赎回，强赎节奏明显较前加快。预计后市主要风险为外部不确定性风险和对国内经济复苏的担忧，建议继续寻找结构性机会，自上而下做配置，关注周期、消费、基建、科技、军工等主线。

- **权益市场：市场上半周弱势调整，周五反弹，整体呈震荡格局。**上证综指收报 3360 点全周微涨 0.18%；同期深圳成指和创业板指分别下跌 1.17%和 2.95% 周内两市合计成交 5.11 万亿元，环比萎缩逾两成，人气下滑。展望后市，经济数据印证宏观经济延续修复，但货币政策保持节制，宽松程度受限，制约风险偏好提升，叠加中美间的不确定性，市场短期大概率将延续震荡。配置上，建议重点关注受益于经济持续修复的传统行业龙头，如保险、银行、建材等龙头；超配中报业绩向好且估值合理的优质可选消费股（如家电和食品饮料中的龙头），并配置一定比例黄金与军工对冲地缘政治风险。

- **黄金：受疫苗进展等消息影响投资者抛售黄金，金价本周大幅跳水。**金价在过去两个月明显上涨过快，在连续上涨九周并于上周五创下纪录新高后，市场发生投资者在高位大量抛售黄金的现象，空头较重，金价出现断崖式下跌，表明在全球疫情新增病例趋缓、新冠疫苗开发顺利、美国新一轮经济救助协议迟迟不能达成的背景下，投资者对金价继续上涨持怀疑态度。不过推动金价持续上涨的基础仍存在，预计金价或将继续创下新高。

- **原油：航空旅行恢复缓慢，原油需求仍不足，油价窄幅震荡。**乐观数据显示全球经济正在复苏，中国工厂活动也正逐渐恢复到疫情前水平，美国原油库存下降，提升了原油的需求前景，支撑油价上涨，但因疫情导致航空旅行减少超出预期，IEA、OPEC 均对今年全球原油需求悲观，并下调石油需求预测，也导致油价承压。原油供给端没有发生明显改变，因此油价上涨更多地依靠全球需求逐渐恢复。

- **黑色产业链：因基本面变宽松，黑色产品价格大跌。**螺纹钢产量上升，同时需求再度放缓，螺纹钢库存上升，价格承压。不过在需求恢复、基建和房地产投资保持增长的情况下，预计螺纹钢中期依旧向好，向下调整空间有限。利润收窄使得焦化企业和钢厂的博弈加剧。焦企利润一直高于钢厂，三轮提降后焦企利润出现明显收窄，进一步让利的可能性降低，焦炭未来下跌空间也不大。海运煤通关政策依然较为严格，澳洲煤通关受限，盘面价格目前以蒙煤定价，预计焦煤价格仍保持下降趋势。

- **人民币汇率：美元指数连续第八周下跌，为人民币汇率进一步上行提供支撑。**本周五，在美国零售销售数据之后，美元维持跌势，跌至 93.0995，美元的持续疲软，支撑人民币汇率升值。从汇率的趋势上来看，中国率先复苏、中美息差维持高位、对外开放力度加大有望进一步吸引资金流入中国资本市场，叠加美元逐渐弱化，人民币汇率的优势性正在显现。

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 7 月主要经济指标.....4
1.2 CPI/PPI 数据.....6
1.3 社融数据.....8
二、 固定收益市场分析.....11
2.1 资金面分析.....11
2.2 利率债走势分析.....12
2.3 存单与信用债分析.....13
2.4 可转债分析.....14
三、 主要资产价格分析.....16
3.1 权益市场分析.....16
3.2 黄金市场分析.....18
3.3 原油市场分析.....19
3.4 黑色产业链分析.....20
3.5 人民币兑美元汇率分析.....20

一、 本周重点经济数据分析

1.1 7月主要经济指标继续改善，消费和投资同比增速下跌，表明经济内生动力放缓

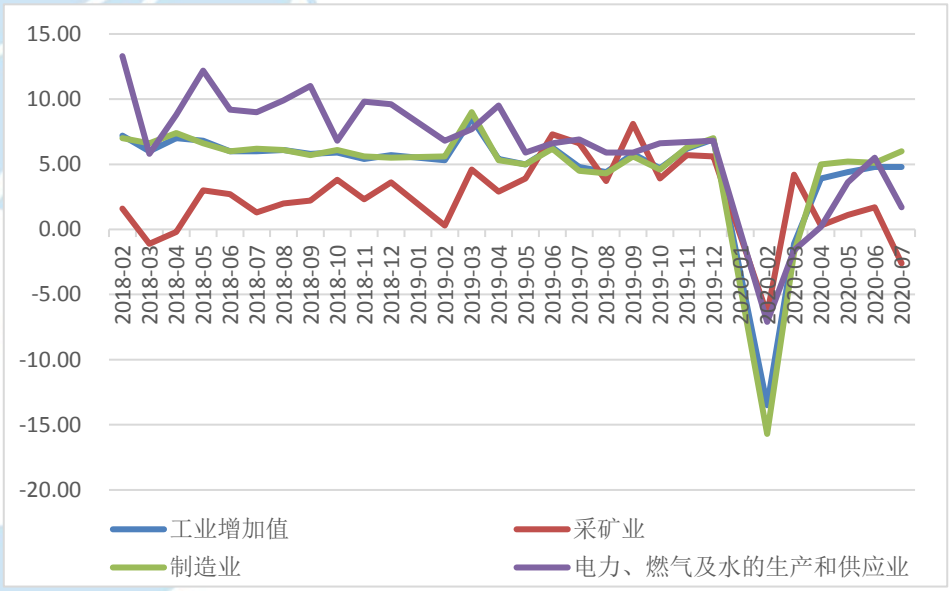
国家统计局8月14日公布的宏观经济数据显示，7月规模以上工业增加值同比增长4.8%，持平前值；社会消费品零售总额同比下降1.1%，降幅继续收窄；1-7月固定资产投资（不含农户）同比下降1.6%，降幅也在收窄。

工业增加值和消费增速低于市场预期，投资增速基本符合预期，但消费和投资仍处于下跌区间，表明经济内生动力放缓。整体经济持续回升之际，结合货币当局近期的接连表态，市场担忧疫情非常时期推出的货币政策将退出，经济基本面修复速度也可能有所回落。

（1）规模以上工业增加值

7月全国规模以上工业增加值同比增长4.8%，同比在低基数下勉强持平。工业生产继续增长，但改善力度有所减弱。从环比增速看，7月工业增加值增长0.98%，增速低于6月0.32个百分点，显示工业生产边际改善继续放缓。三大门类中，制造业增加值表现最抢眼，同比增长6%，增速较6月加快0.9个百分点；采矿业增加值增速由正转负，同比下降2.6%，增速较上月回落4.3个百分点；电力、燃气及水的生产和供应业同比增长1.7%，增速回落3.8个百分点。在41个工业大类行业中，有25个增加值保持同比增长，其中，因汽车需求增加，汽车制造业增速较6月加快8.2个百分点，但纺织业、化学原料和化学制品制造业等增速放缓，主要和口罩等商品出口增速下降有关。从几个重要产品看，钢材、汽车产量分别同比增长9.9%、26.8%，增速较6月回升2.4个、6.4个百分点；水泥产量、发电量同比增长3.6%、1.9%，增速分别回落4.8个、4.6个百分点。

图 1：工业增加值及三大工业门类当月同比值（%）



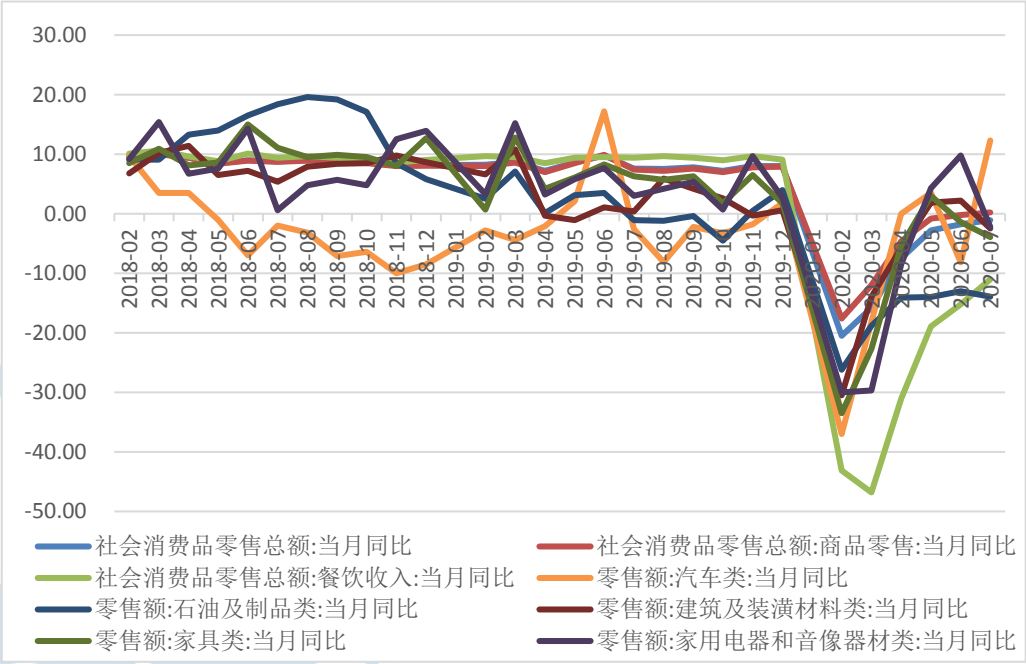
资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

（2）社会消费品零售总额

7月社会消费品零售总额同比下降1.1%，降幅较6月收窄0.7个百分点，降幅虽然比上月收窄，但仍低于市场预期，结构上主要由汽车带动。7月汽车类消费同比增长12.3%，较6月大幅提升20.5个百分点，拉动商品零售由负转正，7月同比增长0.2%，较6月回升0.4个百分点，不过受疫情冲击较严重的餐饮消

费仍较疲弱，同比下降 11%，降幅收窄 4.2 个百分点；线上消费仍维持较好态势，1-7 月累计全国网上零售总额同比增长 9%，增速较前 6 个月提高 1.7 个百分点。随着疫情好转，之前需求强劲的口罩等纺织品类同比下降 2.5%，降幅扩大 2.4 个百分点。受政策收紧影响，房地产相关类消费同比增速均转负，其中建筑及装潢材料类、家具类、家用电器和音像器材类消费同比分别下降 2.5%、3.9%、2.2%，较 6 月分别下降 4.7 个、2.5 个、12 个百分点。国际油价于去年相比持续处在偏低水平，导致 7 月石油及制品类消费下降 13.9%，较 6 月下降 0.9 个百分点。

图 2：社会消费品零售总额及其他零售分项当月同比值（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

（3）固定资产投资

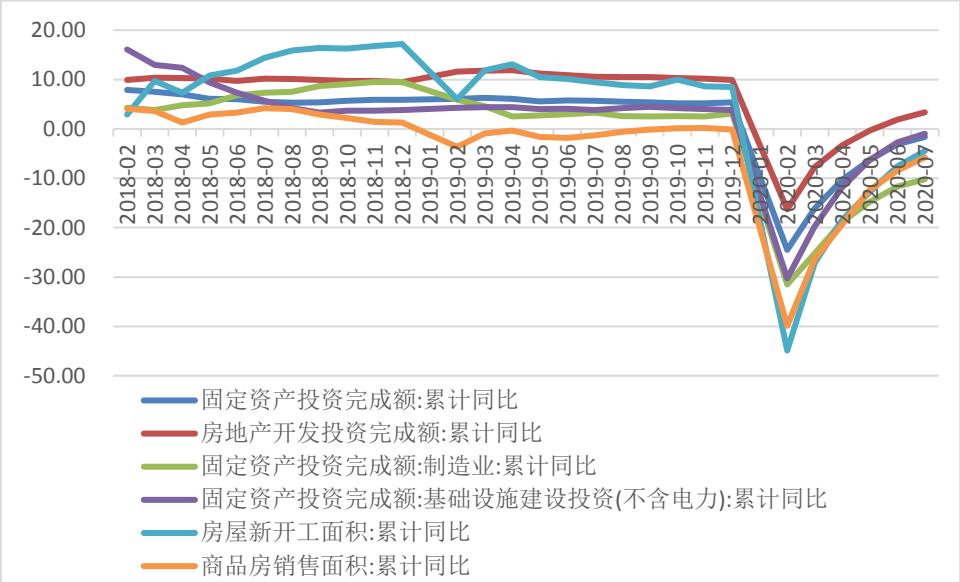
基建投资及地产投资持续拉升下，投资同比降幅继续收窄，制造业投资疲弱，仍是经济的主要拖累。1-7 月固定资产投资（不含农户）同比下降 1.6%，降幅较 1-6 月大幅收窄 1.5 个百分点，但从环比指标看，7 月投资环比增长 4.85%，较 6 月下降 0.21 个百分点，表明受极端恶劣天气、疫情反弹等不利影响，投资修复势头或放缓。

三大投资中，1-7 月基建投资同比下降 1%，降幅较 1-6 月收窄 1.7 个百分点，当月增速从 8.3%下降到 7.7%，连续两个月单月放缓了。下半年财政支出有保障，加之水利领域将推出重大项目来补短板，洪涝消退后，基建投资增速回升的趋势较为确定。

制造业投资仍然疲弱，1-7 月同比下降 10.2%，虽降幅较 1-6 月收窄 1.5 个百分点，但明显低于投资增速平均水平，目前仍然是经济的最主要拖累。

房地产投资仍保持增同比增长，1-7 月同比增长 3.4%，增速较 1-6 月提高 1.5 个百分点，7 月房地产数据多数回暖，是现阶段经济恢复的最核心支撑。销售面积、销售金额和投资完成额的累计增速都继续回升，其中投资完成额累计增速从 1.9%提高到 3.4%，单月增速改善幅度更大，从 8.5%提高到了 11.7%。房企到位资金累计增长 0.8%，今年首次转正。新开工面积累计同比下降 4.5%，降幅收窄 3.1 个百分点；土地购置面积累计同比-1.0%，和前值-0.9%相比变化不大。领先指标较快恢复，加之竣工周期在年内大概率会持续，全年地产投资有支撑。

图 3：固定资产投资及三大投资累计同比值（%）

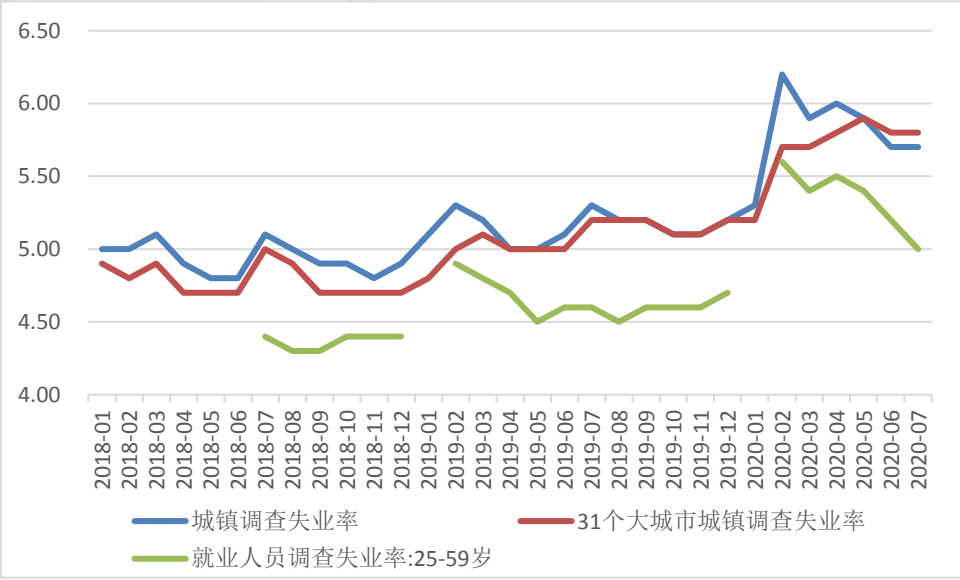


资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

（4）城镇调查失业率

7 月全国城镇调查失业率 5.7%，与上月持平，高于去年同期水平，尽管经济持续修复，但失业状况并未随之改善。其中 25-59 岁群体的就业状况要明显好于整体，失业率 5.0%，较上月回落 0.2 个百分点。不过 31 个大城市城镇调查失业率 5.8%，高于全国城镇调查失业率 0.1 个百分点，表明返城农民工不如预期那么理想，或者即使返城，找到工作的难度也比往年偏大。此外，疫情导致今年高校毕业生等重点群体就业压力大也是失业率高企的主要原因之一。而且市场普遍认为，在疫情反复、外需疲软、内需恢复不及预期的情况下，未来就业压力将仍存在。

图 4：城镇调查失业率（%）

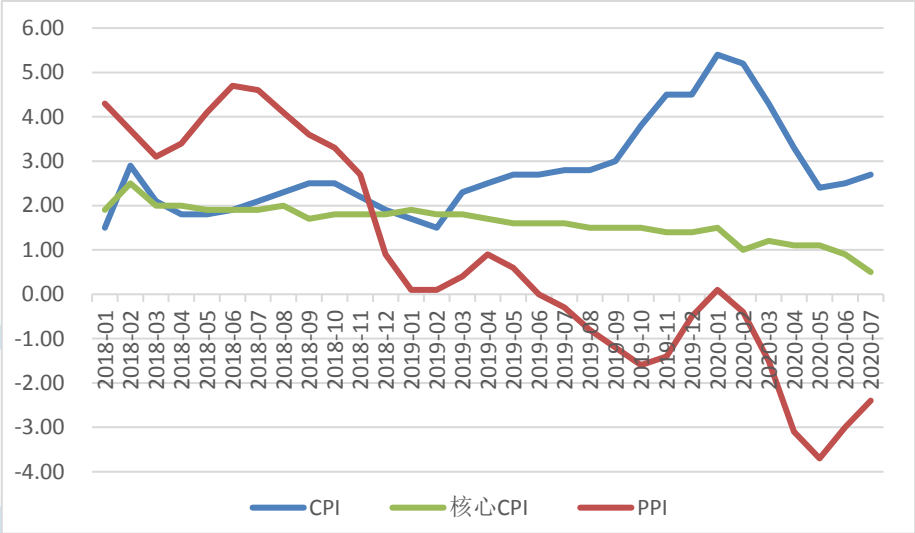


资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

1.2 突发性事件推动 7 月 CPI 上升，未来或将重回下降通道

国家统计局 8 月 10 日公布的数据显示，受南方洪涝灾害、局部疫情反弹等突发性因素影响，7 月猪肉、鲜菜等食品价格涨幅扩大，推动居民消费价格指数（CPI）继续上升，同比上涨 2.7%，较 6 月上升 0.2 个百分点，超出市场预期，但扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%，比上月大幅回落 0.4 个百分点，表明国内需求仍偏弱，未来经济复苏不容乐观。未来随着扰动性因素的消除，在国内需求仍显疲软、疫情期间较宽松的货币政策已经收紧的情况下，CPI 或将重回下降通道。得益于国内复工复产推动和大宗商品价格回升，7 月工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 2.4%，降幅较 6 月收窄 0.6 个百分点，基本符合市场预期。

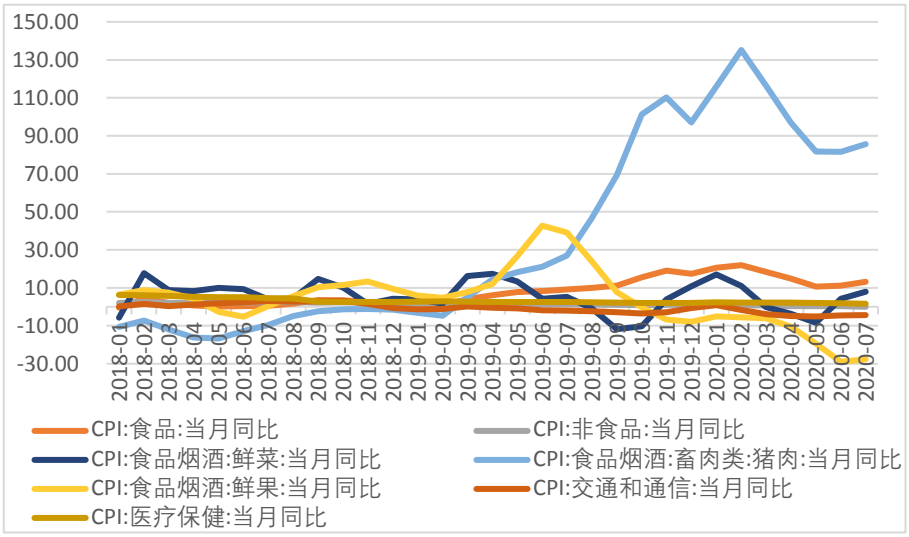
图 5：CPI 和 PPI 同比增速（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

食品价格仍然是推高 CPI 的主要因素。7 月食品价格同比上涨 13.2%，涨幅扩大 2.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.68 个百分点。其中，猪肉价格上涨 85.7%，鲜菜价格上涨 7.9%，涨幅分别扩大 4.1 个和 3.7 个百分点；鲜果价格下降 27.7%，降幅收窄 1.3 个百分点。从环比看，CPI 增速从 6 月的下降转为上涨，部分原因是，一方面餐饮服务的恢复导致猪肉需求增加，但另一方面洪涝灾害对猪肉生产供给造成影响，导致猪肉价格涨幅扩大。此外，7 月非食品价格同比从 6 月上涨 0.3%降至 0，其中医疗保健回落 0.3 个百分点至 1.6%，交通和通信继续回落 0.2 个百分点至下降 4.4%。

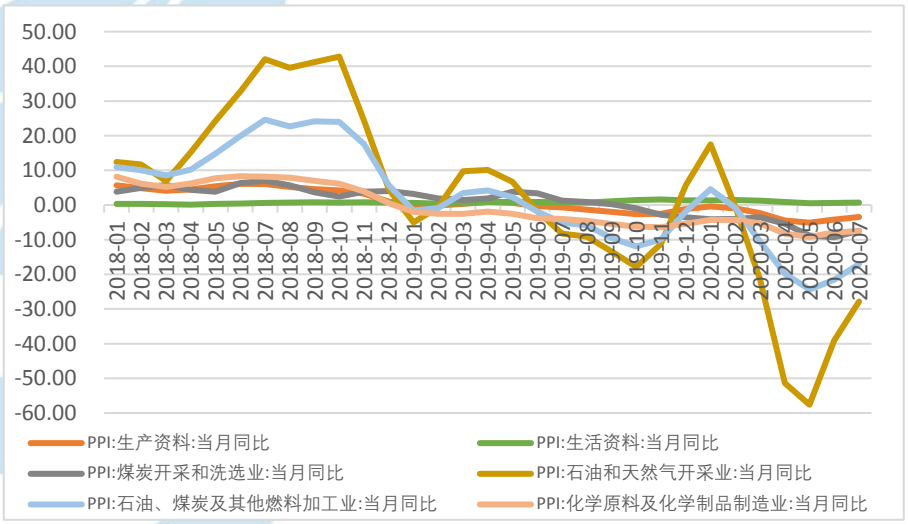
图 6：食品价格一直是推动 CPI 上涨的主要因素（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

7 月 PPI 同比下降 2.4%，降幅收窄 0.6 个百分点，其中，生产资料同比下降 3.5%，收窄 0.7 个百分点，导致 PPI 下降约 2.56 个百分点；生活资料上涨 0.7%，涨幅扩大 0.1 个百分点，拉动 PPI 上涨约 0.19 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，化学原料和化学制品制造业，煤炭开采和洗选业，黑色金属冶炼和压延加工业等主要行业价格降幅均有不同程度收窄，有色金属冶炼和压延加工业价格则由降转涨。受国际原油价格持续反弹影响，石油相关行业价格同比继续上涨。

图 7：生产资料价格同比下降，生活资料上升（%）

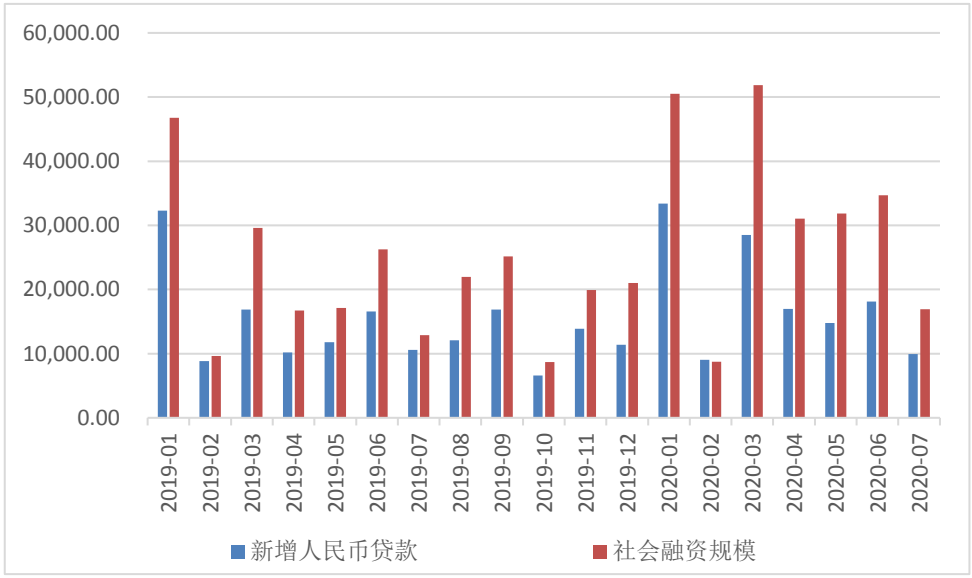


资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

1.3 随着货币政策回归中性，7 月新增信贷规模意外下降，但贷款结构更加优化

央行 8 月 11 日发布的金融数据显示，7 月新增人民币贷款 9927 亿元，与去年同期相对下降 673 亿元；新增社会融资规模 1.69 万亿元，同比增加 4068 亿元。新增人民币信贷和社融规模的变化出乎市场预料，低于市场预期，随着疫情和经济的逐步好转，信贷的大幅下降充分表明下半年的货币政策已收紧，这也验证了之前相关监管机构的说法，早在 6 月金融数据发布会上监管机构就曾释放信用扩张放缓的信号，近期央行二季度货币政策执行报告及易纲行长最新讲话也都将信贷和社融增速修改为“合理增长”。不过，尽管信贷规模有所下降，但企业中长期贷款同比增加，非标融资规模减少，贷款结构出现优化。

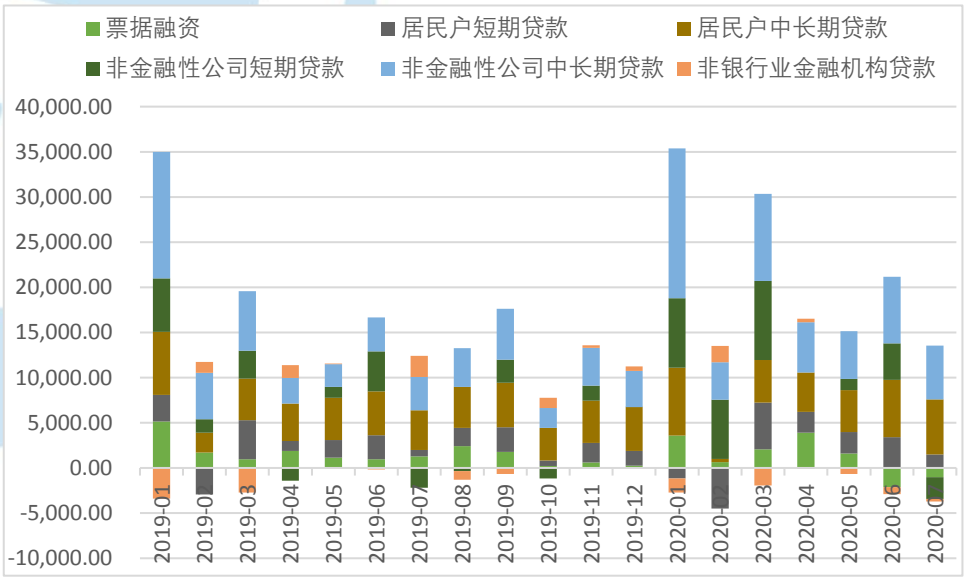
图 8：每月新增人民币贷款和社会融资规模（亿元）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

从贷款结构来看，7 月，中长期贷款仍然是新增人民币贷款的主要构成部分，而新增信贷降低主要与短期贷款的大量减少有关，短期贷款出现了今年以来的首次下降。7 月新增中长期贷款 12035 亿元，同比多增 3940 亿元，其中居民户新增 6067 亿元、企事业单位新增 5968 亿元。居民户中长期贷款增加表明居民对购车购房的需求比较旺盛，也与前面国家统计局发布的宏观经济数据互为验证。企事业单位中长期贷款主要是来自于基建、制造业等投资需求仍较大，同时央行创新的直达实体新货政工具，也对中长期贷款起到一定的拉动作用。随着疫情基本过去，金融机构大力压降期限较短的贷款额度及企业票据融资，导致短期贷款新增明显出现下降，7 月短期贷款减少了 911 亿元，票据融资减少了 1021 亿元，合计减少 1932 亿元。其中，企事业单位短期贷款规模减少 2421 亿元，这主要和疫情好转后企事业享受到的临时性救助性资金的大量退出有关。票据融资大幅下降，说明治理企业资金空转套利已出现成效。

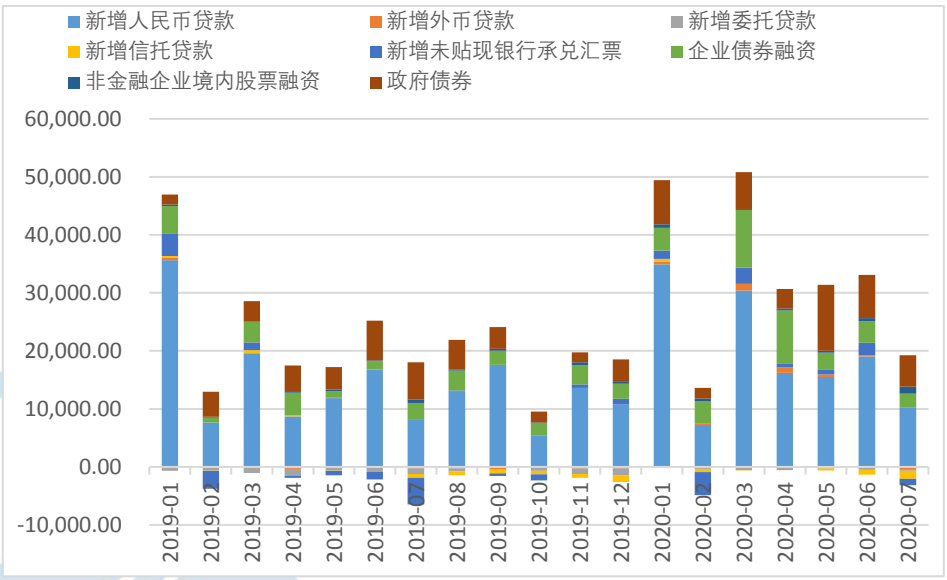
图 9：每月新增人民币贷款（亿元）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

社会融资规模上，主要有三项支撑了社融规模的增长，分别是新增信贷、银行承兑汇票和股票融资，前两项属于间接融资，后面一项属于直接融资，直接融资及占比的提高也是结构优化的另一个体现。7 月对实体人民币贷款增加 10221 亿元，同比多增 2135 亿元；银行承兑汇票减少 1130 亿元，但同比少减 3432 亿元；股票融资增加 1215 亿元，同比增加 622 亿元。其中银行承兑汇票减少，主因是下半年的 7 月是传统银行承兑汇票增量的小月，但同比减少量的下降将扩大未承兑票据的规模。此外需要指出的是，随着政策收紧及债券收益率的提高，7 月企业通过债券融资的规模同比下降 561 亿元至 2383 亿元。

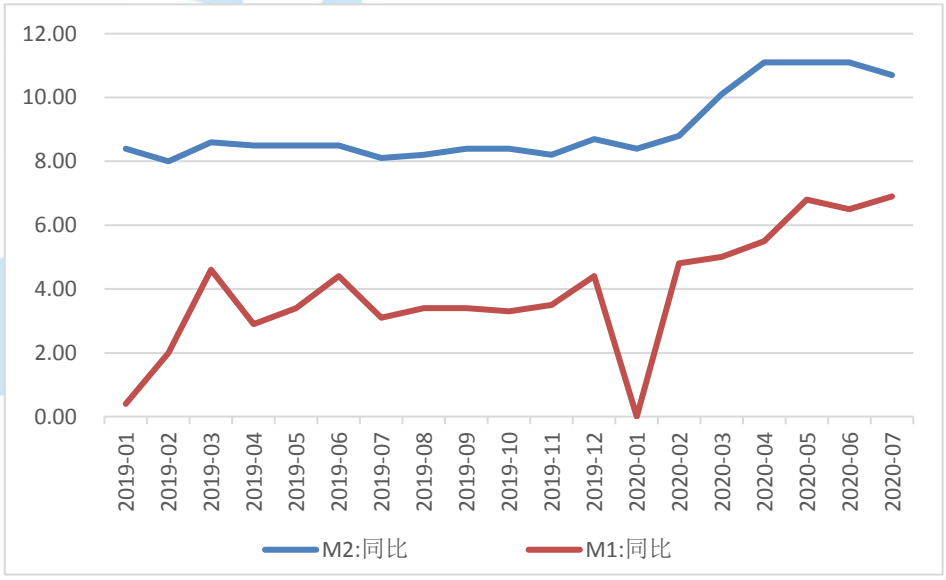
图 10：每月新增社会融资规模（亿元）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

货币供给上，7 月广义货币供应量（M2）同比增长 10.7%，同比上升 2.6 个百分点，但环比却减少 0.4 个百分点；狭义货币供应量（M1）同比增长 6.9%，较上月回升 0.4 个百分点。M2 与 M1 剪刀差收窄 0.8 个百分点，一方面说明政策引导下社会信贷需求正在下降，但另一方面，企业的活期存款增加较多，表明疫情影响带来的不确定性导致企业显得更加保守，尤其是民营企业的投资意愿不高。

图 11：广义和狭义货币供给量当月同比增速（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：央行公开市场本周连续 5 天净投放，合计投放流动性 4900 亿元，资金面维持紧平衡，短端资金价格明显抬升

1）央行的公开市场操作：央行公开市场本周连续 5 天净投放，合计投放流动性 4900 亿元

央行公开市场本周连续 5 天净投放，合计投放流动性 4900 亿元。同时央行公告，将于 8 月 17 日一次性续作本月到期的两笔 MLF，分别为 17 日到期的 4000 亿元和 26 日到期的 1500 亿元。下周（8 月 17 日-8 月 21 日）央行公开市场将有 9500 亿元资金到期。

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	0	0	0	0	100
7 天	100	500	1400	1500	1500
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	100	500	1400	1500	1400

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

本周资金面维持紧平衡，短端资金利率明显抬升，主要因缴税截止日临近、政府债券发行规模回升均对资金面形成扰动。央行货币调控将保持“灵活适度”，通过公开市场操作平抑资金面波动，连续五个交易日进行净投放，呵护意图明显。

表 2：本周货币市场利率（%）

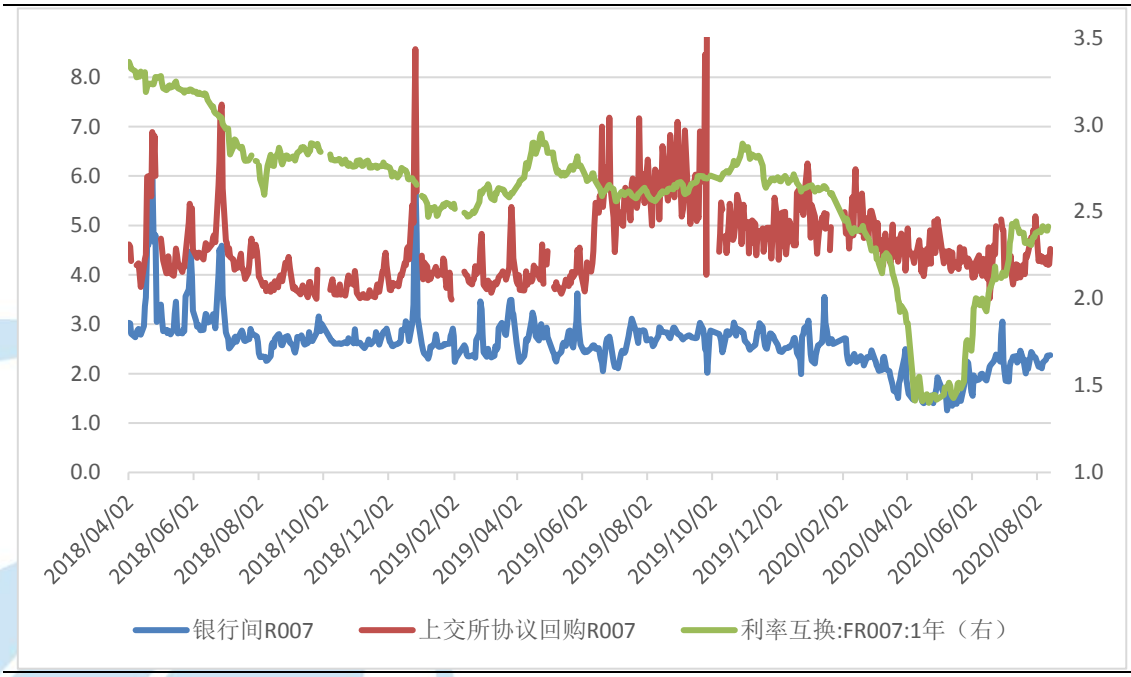
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	2.1943	2.2569	2.2064	2.2246	2.2215
	R007	2.2854	2.3639	2.3672	2.3693	2.3743
	R014	2.3677	2.4431	2.4879	2.5049	2.4869
	R021	2.3274	2.1548	2.1194	2.3684	2.1962
	R1M	2.4237	2.5165	2.5780	2.5943	2.6050
上交所协议回购	206001	4.1650	3.8510	3.8350	4.4740	4.4900
	206007	4.2210	4.3560	4.2020	4.2130	4.5250
	206014	4.6640	5.1250	4.8690	5.1500	5.5120
	206021	6.2100	5.7640	5.0150	5.5110	5.7170
	206030	4.6820	5.9930	5.5540	5.5280	5.8840
利率互换定盘：1Y	FR007	2.3920	2.3912	2.4149	2.3920	2.3912

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：资金面波动加大，在 9 月份进行对冲性降准的可能性上升

本月缴税截止日为 8 月 17 日。随着缴税期限临近，流动性压力骤增，不过央行本周连续放水呵护，预计流动性整体均衡，平稳跨过缴税期，从总量层面看，调控要拿捏力度，不搞大水漫灌，预计流动性投放缩量，公开市场操作利率维持稳定，“稳货币”将贯穿下半年。八九月份，地方债、国债供给将现高峰。仅凭公开市场操作，难以有效缓解长端资金压力。叠加二季度超储率较一季度大幅下行，资金面波动加大，在 9 月份进行对冲性降准的可能性上升。

图 12：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：7 月各项数据均低于市场预期，债券市场预计保持“上有顶下有底”震荡走势

1）利率债走势复盘：7 月各项数据密集发布，数据整体有利于债市，债券收益率震荡下行

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 100.8000，较上周上涨 0.36%。10 年期国债期货主力合约 T2009 价格 99.5000，较上周上涨 0.71%。2 年期国债期货主力合约 TS2009 价格为 100.6700，较上周上涨 0.12%。

本周，7 月各项数据密集发布，通胀数据小幅回升，但核心通率胀低迷，金融数据中新增信贷、社融规模低于市场预期，经济数据除地产投资外、生产、基建投资、制造业投资、消费都不同程度低于市场预期，显示出经济复苏的斜率有所放缓，经济与金融数据均一定程度上利好债市，债券市场收益率震荡下行。另外，中债登的发布的月度托管数据，“其他”机构 7 月增持利率债 1978 亿，“其他”机构包括，人民银行、财政部、交易所、中央国债公司和中国证券登记结算公司，市场一度猜测央行可能增持了国债，由此也引发了本周的市场收益率下行，然而，周五公布的央行的资产负债表显示，7 月末“央行对政府债权”科目余额为 1.52 万亿，持平于上月末。这也意味着央行 7 月并没有入场购买国债。

图 13：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：经济复苏斜率放缓，风险资产走势震荡，债券收益率上有顶下有底

全球政策力度边际减弱，经济修复斜率放缓，风险资产震荡，一但经济转弱，债券市场可能重新获得投资者关注。进入 8 月份以来，全球的不确定性事件明显增加，包括中美摩擦更频繁，美国两党在第二轮财政刺激上分歧较大而没有达成协议，美国总统大选即将进入白热化阶段，而且全球的疫情也并没有看到根本性的好转。在全球经济回升斜率变慢，而全球政策力度边际上也开始减弱的情况下，风险资产的上涨也明显变慢了。最近 2 个月，全球股市并没有像 4-6 月份那样快速持续上涨，而是进入了一个区间震荡状态。国际油价和铜价最近 1-2 个月也进入了盘整。包括最近比较抢眼的黄金白银等贵金属，也开始高位震荡。一旦没有更强的政策刺激，而疫情反复和经济数据开始走弱，那么我们预计风险资产就会面临较大的回调风险，市场情绪的天平可能会重新逆转回到避险资产上。

国内形势来看，货币政策常态回归、中性取向溢于言表，制约利率下行空间，不过此前债券收益率的回升已经反映了经济基本面的改善和货币政策的调整，在利空因素基本释放后，反而在数据出来后继续呈现利率逐步回落的走势。7 月份经济回升的斜率放缓，近期货币政策呵护的态度已经逐渐显现，继续收紧的可能性也不大。同时信贷扩张速度放缓缓解长端利率上行压力。**建议久期策略可适当防守反击，十年期国债向下难以突破 2.8%，向上 3.0-3.2%有配置和交易机会。**

2.3 存单与信用债分析：存单收益率与信用债收益率多数下降

1）一级市场发行：存单发行量与信用债发行量较上周均下降

本周同业存单发行量较上周有所下降，本周存单发行量约 4,196.60 亿元，较上周发行量下降 31.44%。本周存单到期量为 4,001.60 亿元，较上周到期量上升 23.49% 。

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 3,048.14 亿元，较上周环比下降 12.29%。

2） 二级市场走势及信用利差：信用债收益率各等级及各期限收益率多数上涨

各期限存单收益率多数下降，1M 存单收益率较上周上涨 14.77bp，3M 期存单收益率较上周下降 0.51bp，6M 期存单收益率较上周下降 1.26bp，9M 期存单收益率较上周下降 3.4bp。

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 2.05bp、下降 2.49bp、下降 2.38bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别上涨 2.05bp、下降 4.49bp、下降 1.38bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别上涨 0.05bp、下降 4.49bp、上涨 2.50bp。

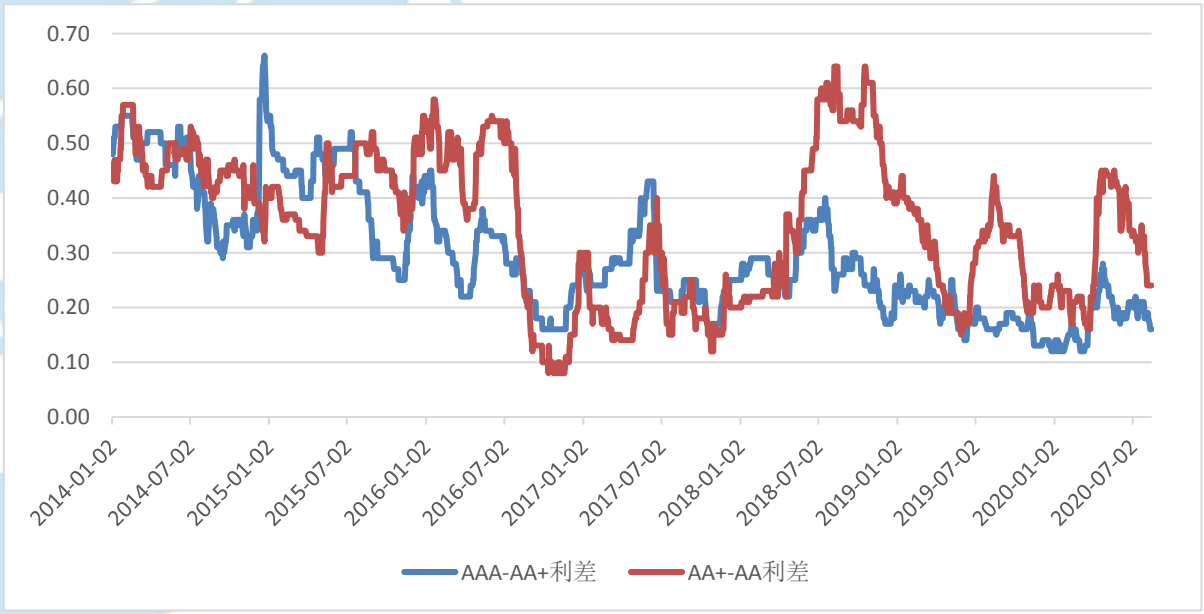
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	2.908	13.20%	2.05
信用债(AAA):3 年	3.5217	25.10%	-2.49
信用债(AAA):5 年	3.857	26.90%	-2.38
信用债(AA+):1 年	3.058	11.90%	2.05
信用债(AA+):3 年	3.682	23.00%	-4.49
信用债(AA+):5 年	4.127	26.50%	-1.38
信用债(AA):1 年	3.228	10.90%	0.05
信用债(AA):3 年	3.922	16.50%	-4.49
信用债(AA):5 年	4.497	21.90%	2.50

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，高评级信用利差收窄，AAA 与 AA+信用利差较前周收窄 2bp 至 16bp，AA+和 AA 之间的利差较前周无变化，仍然为 24bp。

图 14：高评级信用利差收窄（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

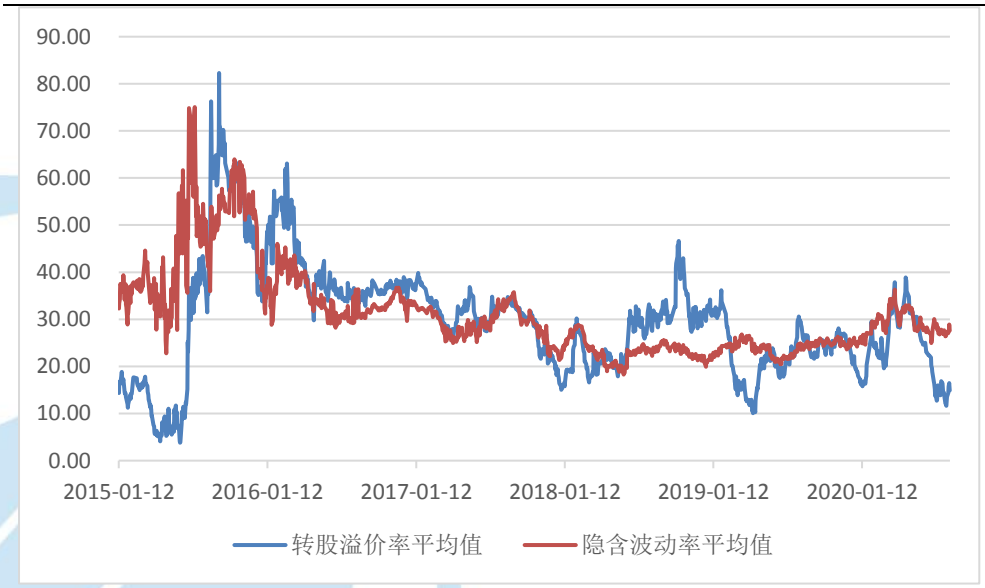
2.4 可转债分析：转债市场延续震荡行情，核心品种陆续触发赎回，建议自上而下把握结构性行情，关注周期、消费、基建、科技、军工等主线

1）可转债的走势复盘：转债市场表现与权益市场基本一致，延续震荡行情，近几周强赎节奏加快

本周权益市场延续前周震荡行情，市场涨跌不一，上证指数本周微涨 0.18%，深证成指本周下跌 1.17%，创业板指本周下跌 2.95%，中小板指本周下跌 0.78%，风格上，大盘股占有相对优势；板块上来看地产、银行、交运板块上周涨幅居前，前期涨幅较大的医药生物、有色金属、休闲服务、军工板块跌幅较大。可转债市场本周表现与权益市场基本一致，本周上证转债上涨 0.13%至 329.21，深证转债下跌 1.55%至 269.11，中证转债下跌 0.42%至 371.62。其中，横河转债、蓝盾转债、盛路转债、凯龙转债、模塑转债等涨幅居前，华钰转债、寒锐转债、富祥转债、盛屯转债、蓝帆转债等跌幅居前，与正股涨跌情况基本一致。一级方面，本周仅新星转债一只新债发行，四只转债于本周上市，分别是国城转债、沪工转债、银信转债、中金转债。近期权益市场波动较大，核心品种转债陆续触发赎回，强赎节奏明显较前加快。

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，隐含波动率较上周变化不大。

图 15：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：自上而下把握结构性行情，关注周期、消费、基建、科技、军工等主线

当前我国经济形势仍然复杂严峻，政府以扩大内需为战略基点，打造国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。当前市场存在主要的风险为外部不确定性风险和对国内经济复苏的担忧。近期股市波动剧烈，板块轮动明显，国内复苏态势良好，机会大于风险。鲜明的估值分化之下，经济渐进修复是新背景，低风险偏好资金是主要增量资金，决定了仍需要兼顾低估值蓝筹。展望后市，指数短期内或继续呈现震荡走势，寻找结构性机会还是当前投资者的主要任务。“重板块、轻指数”思路不改，建议继续围绕中美、中报等主线进行轮动。

3）近几周转债市场扰动明显增加，但总体震荡上行。当前市场兼具相对较高的弹性与高价格，把握弹性是当前获取收益的核心。市场又回到了结构分化的角度，高价与高弹性并重，市场的驱动逻辑落脚在正股，自上而下地去寻找方向做配置。从趋势上看，大趋势是利润的分配向上游转移，周期以及相关配套产业可能会攫取更多的收益值得重点关注；而下游消费端可能会面临利益的再分配，重点看好科技成长。具体方向：（1）周期相关行业，仍旧在价格上行的趋势之中，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，“内循环”背景下需求的恢复会进一步推动盈利的修复，虽然多数公司估值

已处于高位，但是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，寻找景气的细分领域为上；（5）对于可能受到中美关系扰动而获得关注的军工行业、自主可控、国产替代也可适当考虑。

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：短期或延续震荡 持续关注价值型个股 与成长均衡配置

1) 权益市场走势复----量能环比萎缩 股指维持震荡

本周市场前期弱势调整，周五反弹。上证综指最终收报 3360 点，全周微涨 0.18%；同期深圳成指和创业板指分别下跌 1.17%和 2.95%。周内两市合计成交 5.11 万亿元，环比上周萎缩逾两成，日交易量在连续 11 个交易日万亿成交之后缩萎缩至万亿下方，周五仅 8498 亿元，交易人气有所下降。

盘面上，前期涨幅较大的生物医药、半导体芯片、有色等板块持续回调；权重板块，如金融、地产等权重板块走势较为稳健，成为支撑市场的重要力量；少数题材如农业、养殖表现活跃，但可持续性欠佳。个股表现上，周内多数个股下跌，但低估值价值型个股表现较为稳健。总体看，目前市场风险偏好明显下降，谨慎情绪有所升温，行情风格上继续向价值型倾斜。

图 16：量能萎缩 股指延续震荡格局



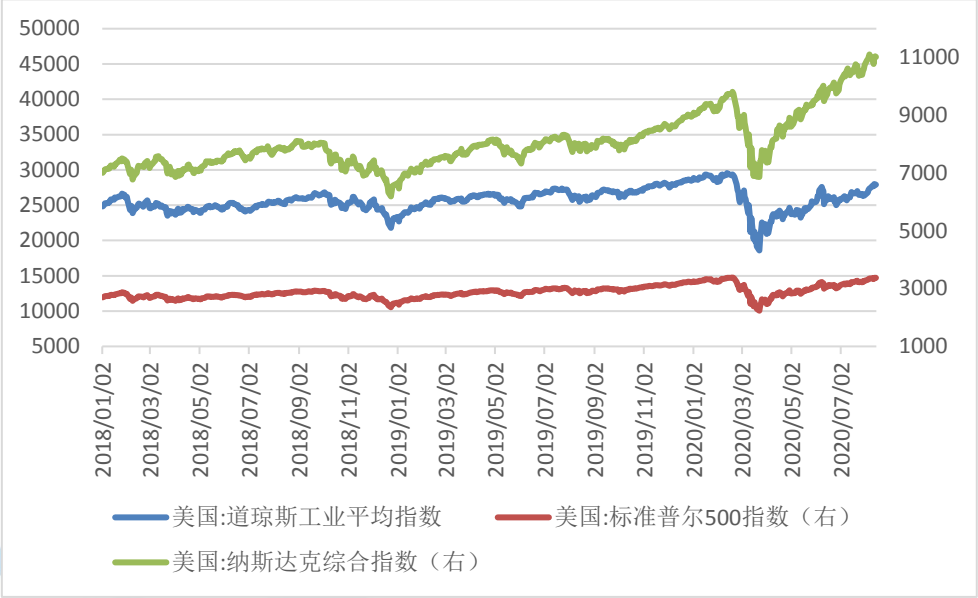
资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

美股三大股指本周均上涨，道指本周周涨 1.81%，报 27931.0200 点，纳指报 11019.3000 点，本周周涨 0.08%，标普 500 指数报 3372.8500，本周周涨 0.64%。

受美国好坏参半的经济数据及对美国新一轮经济刺激计划的观望情绪影响，美股三大指数走势震荡。尽管本周标普 500 指数多次试图突破 2 月所创历史高点，但均未成功，这是明显疲惫的征兆。美国发布的经济数据好坏参半。其中，美国 7 月零售额增长 1.2%，低于此前预期；但汽车零售额增长 1.9%，高于此前预期的 1.2%。此外，美国新一轮经济刺激计划的谈判几乎陷入僵局，鉴于目前僵局，消费者在 8 月获得

任何额外财政支持的可能性已经极小，而 9 月的经济前景将高度依赖于新的财政政策。展望美股后市，美股市场表现已经严重脱离美国经济基本面情况，并且已经出现卖出信号。

图 17：美股三大股指均上涨



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—短期或延续震荡 持续关注价值型个股 与成长均衡配置

展望后市，经济数据印证宏观经济延续修复，但近期货币政策上保持节制，宽松程度受限，制约市场风险偏好提升，叠加中美间的不确定性，市场短期大概率将延续震荡。

根据海关数据，7 月份我国货物进出口总额 29270 亿元，同比增长 6.5%。其中，出口 16846 亿元，增长 10.4%；进口 12424 亿元，增长 1.6%。尽管外围局势并不友好，但我国外贸出口自 4 月份以来连续 4 个月正增长，好于市场预期，显示出我国出口颇具竞争力。此前，7 月官方 PMI 由 6 月的 50.9 升至 51.5，财新 PMI 由 6 月的 51.2 升至 52.8，也超出市场预期。经济延续修复态势持续得到经济数据的印证。不过近期需求端减弱，下半年复苏步伐或放缓。

物价方面，7 月 CPI 同比上涨 2.7%，略高于预期值 2.62%，环比增长 0.6%；PPI 同比下降 2.4%，基本符合预期，环比上涨 0.4%。主要受当期洪灾等偶发扰动因素影响，CPI 略超预期；而随着扰动因素消除，未来 CPI 有望维持平稳，目前不会对货币政策构成明显约束。

经济韧性足的情况下，近期国内货币政策保持节制。7 月新增社融 1.69 万亿（前值 3.43 万亿），新增人民币贷款 9927 亿元（前值 18100 亿），社融存量同比增长 12.9%（前值 12.8%），M2 同比增长 10.7%（前值 11.1%），M1 同比增长 6.9%（前值 6.5%）。主要金融数据普遍低于 6 月值，且低于市场预期，制约了流动性的过度宽松，进而影响到短期市场风险偏好。

资金流显示，场外净流入趋势延续低位。港股通方面，本周北向资金前四个交易日进出基本持平，周五净流入 88 亿元。场内融资融券方面，近两周两融余额停滞不前，截至 8 月 12 日为 14626 亿元，回落到 7 月底水平。

总体看，货币政策结束了一二季度在疫情期间的极度宽松，逐步回归到正常水平。受此影响，短期流动性环境相对平稳，前期由流动性极度宽松驱动的热点主题开始降温，市场风险偏好下降，个股行情正进入到由基本面和业绩驱动。中期而言，货币环境并不具备持续收紧条件，仍将维持在总体宽松局面。

中美关系上，注意特朗普选情落后情况下可能加大中美问题。近期双方将就第一阶段经贸协议举行高级别磋商，观察届时双方磋商情况；同时，关注抖音起诉美国政府，短期围绕海外抖音关闭的双方博弈。

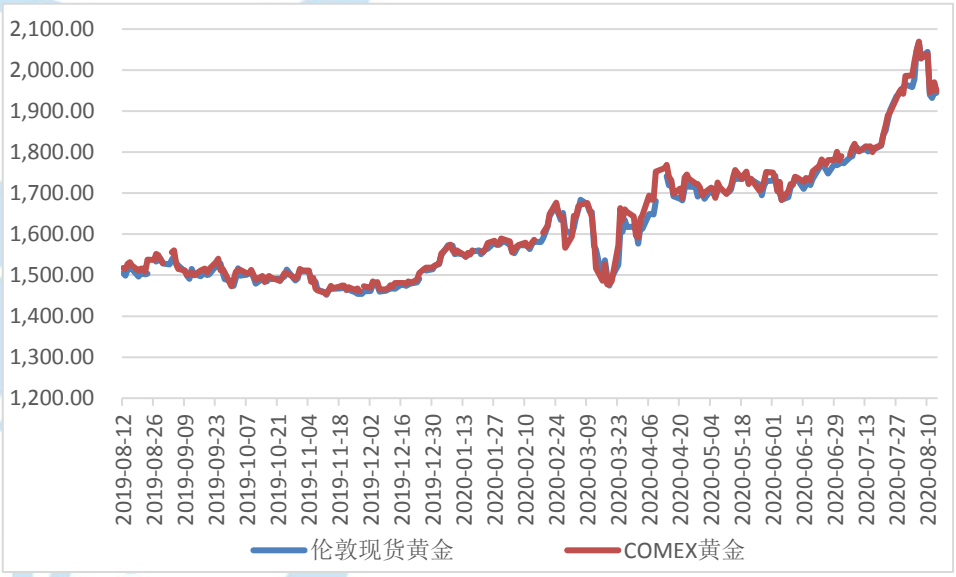
综合来看，短期存在中美博弈的不确定性和流动性的不再边际宽松，由此市场大概率将延续震荡行情。投资上，一方面还需继续做好风险防控，防范高估值个股、高位放量滞涨股、巨额解禁股的短期回调风险。另一方面，建议继续关注绩优价值股，与优质成长均衡配置。

配置上，建议重点关注受益于经济持续修复的传统行业龙头，如保险、银行、建材等龙头；超配中报业绩向好且估值合理的优质可选消费股（如家电和食品饮料中的龙头），并配置一定比例黄金与军工，以对冲地缘政治风险。

3.2 黄金市场分析：受疫苗进展等消息影响投资者抛售黄金，金价本周大幅跳水

周五，伦敦现货黄金价格较上一交易日微涨 0.5 美元，或 0.03%，收报于 1944.75 美元/盎司，但全周暴跌 4.25%；美国 COMEX 黄金期货结算价则大跌 20.6 美元，或-1.05%，收报于 1949.8 美元/盎司，全周累计大跌 2.84%。在金价连续上涨九周并在上周五创下 2072.50 美元纪录新高后，投资者大量抛售黄金，导致金价本周出现断崖式下跌，这也是金价继上周五当天从历史高位大幅下跌后，金价在上涨过程中遭遇较大多头抛售压力并大幅震荡的另一个迹象。

图 18：金价本周跳水（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

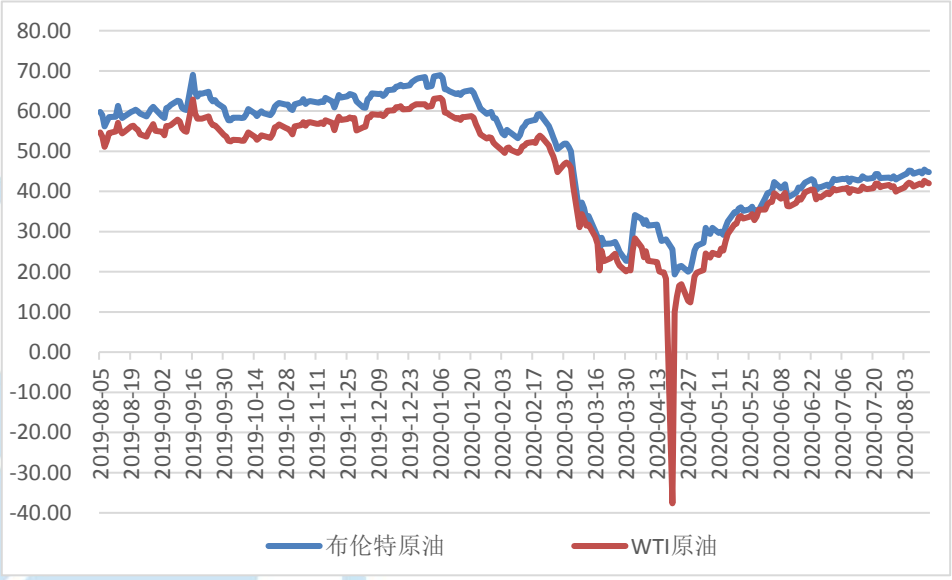
黄金的价格在本周没有再创历史新高，而是遭遇了投资者大幅抛售，周二伦敦金现甚至暴跌超 5.1%，说明投资者对黄金的持续上涨趋势持怀疑态度。可能主要有两方面原因：一方面，尽管全球疫情病例仍在快速增加，但增长速度正在放缓，且全球主要疫苗研发国如中国、美国、英国等都声称有疫苗进入研发第三个阶段，进展较顺利，这对经济增长恢复的前景有一定提振，从而缓解了投资者的忧虑，美国标普 500 指数也涨至接近纪录高位水平；另一方面，美国国会两党对新一轮经济救助计划在多个问题存在很大分歧，美国财长周一曾表示，双方最早可能在本周就此协议达成一致，但目前看短时间内达成的可能性不大，金价因此受挫。此外，之前不断升温的中美紧张局势近期并没有进一步恶化，也部分程度上提升了投资者的风险偏好。

我们认为金价或将继续创下新高，前段时间金价上涨过多过快而出现回调，但过去推动金价持续上涨的基础仍存在。首先，黄金最重要的价值是保值，本周美元指数再次下跌 0.34%至 93.094 后，美元指数已连续八周下跌，整体看美元处于贬值通道。其次，疫情没有得到根本缓解，目前看度过此次疫情的最大依靠是疫苗研发成功，市场预测疫苗最快也将到年底前才能推向市场，俄罗斯推出的声称是全球第一支新冠疫苗的安全性和有效性普遍受到怀疑，因此疫情发展仍将是左右金价上涨的主导因素。最后，各国仍可能为恢复经济而推出一些刺激或援助计划，这将推高物价和降低国债收益率，从而有利于黄金。

3.3 原油市场分析：航空旅行恢复不及预期，原油需求仍不足，油价窄幅震荡

周五，国际基准布伦特原油（Brent）期货合约结算价微跌 0.16 美元，或-0.36%，收报于每桶 44.8 美元，全周实现上涨 0.9%；美国基准得克萨斯中质原油（WTI）期货合约结算价微跌 0.23 美元，或-0.54%，收报于每桶 42.01 美元，全周累计上涨 1.92%。

图 19：国际油价在 40-45 美元区间窄幅震荡（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

油价在本周前三个交易日整体上涨。受益于全球范围内的复工复产，全球经济逐渐恢复，中国公布的 PPI 数据也显示中国工厂活动正逐渐恢复到疫情前水平，提升了对原油的需求预期。美国能源信息署（EIA）周三发布的库存数据显示，随着炼油商增产和需求改善，上周美国原油、汽油和馏分油库存均下降，超出市场预期，其中原油库存减少 450 万桶，至 5.141 亿桶，同时 EIA 周二预计美国原油产量今年将下降 99 万桶/日，至 1,126 万桶/日，大于之前的预测，这也为油价提供了支撑。不过，周四国际能源署（IEA）和石油输出国组织（OPEC）都下调 2020 年石油需求预测，因疫情导致航空旅行减少超出预期，IEA 预测今年全球石油需求将减少 810 万桶/日，OPEC 在月度报告中预测这一数值为 906 万桶/日，高于一个月前的预测值 895 万桶/日，这导致油价承压。

油价未来的涨跌仍取决于供需基本面。随着全球经济解封，原油需求正在逐渐修复，加上 OPEC+一直在实施减产行动，将支撑未来油价上涨。但从 8 月开始 OPEC+降低减产幅度约 150 万桶/日，以及近期澳洲、德国、中国等部分国家疫情反弹，给全球原油需求前景蒙上阴影，导致油价承压。OPEC+定期召开的联合部长级监督委员会（JMMC）将于下周三召开会议，对原油市场进行评估，预计本次会议将维持当前的减产幅度，不会对当前的减产规模做出调整，主要工作将放在减产的执行力度上，对油价的影响有限。

3.4 黑色产业链分析：因基本面变宽松，黑色产品价格大跌

本周，螺纹钢期货主力合约结算价较上周每吨下降 58 元，或-1.51%，收报于 3786 元/吨；焦炭价格每吨大跌 74 元，或-3.58%，收报于 1993 元/吨；焦煤价格每吨下降 26 元，或-2.13%，收报于 1194.5 元/吨。

图 20：黑色系价格大跌（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

螺纹钢供给增幅明显大于需求，导致价格下跌。供给端，电炉产能利用率本周有所回落，由于前期复产高炉达产，铁水产量最近增加明显并连续创下历史单周新高水平，同时转炉废钢添加量也继续上升，使得本周螺纹钢产量小幅上升，从上周的 384.72 万吨增至 386.51 万吨。需求端，西南和京津冀地区暴雨来袭，需求再度放缓，螺纹厂库明显回升，从 349.27 万吨升至 363.22 万吨，但社库小幅下降，从 859.34 万吨微降至 858.6 万吨，最终表观消费量回落至 373.3 万吨。公布的 7 月宏观数据已经表明，基建、房地产投资均保持较快增长，且房地产消费需求回暖，但受信贷政策收紧影响，房地产融资可能会面临一定难度，预计螺纹钢中期依旧向好，旺季需求预期尚未证伪，向下调整空间有限。

在利润收窄下，焦化企业和钢厂钢焦仍在博弈。下游钢厂需求放缓，但华东地区压减产能计划执行力度有所放松，上游焦煤供应却相对宽松，焦企利润明显高于钢厂利润，三轮提降后焦企利润出现明显收窄，市场目前对于第四轮提降存在较大的争议，钢厂与焦化厂将展开价格博弈，使得焦炭价格承压。但钢厂利润有一定恢复的情况下焦企或将逐渐占据上风，大概率将拉开新一轮提涨序幕。国产焦煤供应量较为稳定，本周煤矿库存下降，补库力度有所放缓。海外疫情爆发对全球经济带来较大的冲击，海运煤通关政策依然较为严格，澳洲煤通关受限，因此盘面价格目前以蒙煤定价。短期内焦煤难现趋势性行情。

3.5 人民币兑美元汇率分析：美元指数连续第八周下跌，为人民币汇率进一步上行提供支撑

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.9405，较上周无变化。即期汇率报 6.9498，较上周上涨 0.14%。美元指数报 93.0995，本周累计跌 0.34%，连跌八周。

本周五，在美国零售销售数据之后，美元维持跌势，跌至 93.0995，美元的持续疲软，支撑人民币汇率升值，从汇率的趋势上来看，中国率先复苏、中美息差维持高位、对外开放力度加大有望进一步吸引资金流入中国资本市场，叠加美元逐渐弱化，人民币汇率的优势性正在显现。短期内，在复杂多变的国际环

境下，人民币汇率波动幅度扩大将成为一种正常状态。随着美元避险需求下降，我国宏观经济发展态势良好及中美利差保持高位，跨境资金有望总体保持净流入状态，从而对人民币汇率进一步上行提供支撑。不过，中美关系的不可预测性和复杂演化将影响人民币汇率升值幅度。未来中美关系对人民币汇率的边际影响将处在相对可控的合理区间内，未来人民币汇率有望在波动中向升值方向进一步试探，整体来看，人民币汇率在下半年有望进一步小幅走强。

图 21：人民币兑美元汇率中间价较上周无变化



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 22：美元指数连续第八周下跌



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：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。