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：（2020.08.03-2020.08.07）

金融市场分析周报　　2020 年 8 月 10 日

摘要

- **进出口数据：海外经济解封，出口继续修复，但国内需求疲软，进口再次回落。**7 月出口同比大幅上升，但进口同比却由正转负，出口改善明显好于进口。防疫物资及高科技产品出口是支撑出口增长的主要因素，对东盟、欧盟、日本的出口同比增长均已转正，只有对美出口因中美关系紧张和美国疫情较重是负的。下半年，对外出口有望进一步改善，不过由于疫情长期存在以及国际地理政治趋于紧张，改善步伐或将减缓。

- **新冠肺炎疫情：全球疫情增长似乎正在趋稳，主要国家经济逐渐恢复，但恢复速度减缓。**美国、巴西新增下降，但印度新增创新高。经济解封后，大多主要经济体正在不断恢复，尽管 PMI 数据显示近期经济修复速度加快，但仍不足以保证经济在短期内可以恢复到疫情前的正常状态。美国非农就业人数连续三个月保持增长，但增长速度已经大幅放缓，且政府额外失业补贴已经到期，而新的失业救助协议谈判陷入僵局，给美国经济实现 V 型复苏的预期带来挑战。

- **资金面及央行公开市场操作：央行本周实现回笼 2700 亿元 ，资金面边际收紧，未来资金面整体均衡但不断有间歇性波动料成为常态。**本周资金面边际收紧，流动性回笼叠加政策显示宽货币渐退，银行间资金利率全线大幅上扬。月初尽管资金需求影响因素不多，但随着地方债发行逐渐增多，对于政策面预期也依旧谨慎，市场情绪仍敏感，因此盘中时有波动。当前银行超储率处于较低水平，流动性总量虽够用，但并不算宽裕，这也是央行政策回归中性后的结果，未来资金面整体均衡但不断有间歇性波动料成为常态。

- **利率债：央行发布货币政策报告，定调货币政策方向，货币政策总量回归中性，宽信用力度也将放缓，预计未来一段时间长债收益率维持震荡走势。**货币政策进入真正的“中性”，不会再度宽松加码，央行称将“引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行”为标准，这意味着 DR007 会以 2.2%为锚来进行平稳波动，即使不再放松，也不会大幅收紧。报告中明确要求促进贷款投放与市场主体实际资金需求相匹配，使资金平稳有序地投向实体经济，支持经济增长向潜在增速回归，不需要大幅宽信用来支撑经济增速反弹。从这个角度看，前期超宽松的货币政策推出后，宽信用步伐也将放缓。

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：本周小幅上行，建议继续通过轮动把握结构性机会，关注军工、消费、科技等主线。**本周权益市场延续震荡趋势，价值风格类板块较成长风格类板块表现更好，国防军工行业表现亮眼。可转债市场本周表现总体好于权益市场，本钢转债成为今年首支上市当日破发的可转债。预计后市关注点依然是信用扩张力度减弱及中美摩擦等冲击，建议继续通过轮动把握结构性机会，关注军工、消费、科技、新旧基建、公用环保等主线。

- **权益市场：本周 A 股市场本周先扬后抑，冲高回落，量能环比放大，短期内市场或以横盘震荡为主。**上证综指收报 3354 点，全周上涨 1.33%；量能上，周内两市成交 6.46 万亿元，环比放大逾两成交易颇为活跃；但盘中波动显著增加，个股间分化明显加大。下半周股指连续三个交易日盘中深度下探，前期热点板块发生较大幅调整。展望后市，国内宏观经济修复、整体宽松的流动性环境和资本市场改革红利将长期利好，市场中期向好的趋势不会发生变化；但近期中美间博弈再度加剧，增加了短期不确定性；同时，市场结构性估值泡沫明显，大小非大量套现和获利盘减持也加大了短期回调压力。综合看，短期内市场或以横盘震荡为主。板块配置方面建议成长与价值均衡配置，超配可选消费，并配置 20%-30%的军工和黄金，以应对地缘政治摩擦风险。

- **黄金：受益于疫情、中美紧张加剧等导致避险情绪增加，金价屡创新高。**金价周五大跌，但盘中一度创下 2072.50 美元的纪录高位。推动金价连创新高的因素包括全球疫情持续蔓延、中美紧张关系升级、美国两党未就新疫情援助计划达成一致以及美元贬值等。未来金价仍有进一步上涨的动力和空间，不过随着金价一直保持在高位，投资者应警惕金价因获利了结而出现大幅回调的可能。

- **原油：乐观的经济数据、伊拉克补减产支撑油价，但疫情没有好转、新救助计划陷入僵局也令油价承压。**本周油价先涨后降，呈倒“U 型”走势。公布的经济数据显示亚洲、欧洲、美国等国家的制造业活动正在加速复苏，表明大部分国家经济在疫情解封后正在逐渐好转，同时伊拉克计划将在 8 月进行额外减产，这支撑油价连续上涨。但投资者仍担心全球疫情病例不断攀升，原油需求前景不明，使得油价承压。

- **黑色产业链：需求改善，加上成本支撑，黑色价格本周大涨。**一方面，中国制造业和非制造业活动继续恢复，加上南方洪涝灾害过去，基建项目恢复生产导致对螺纹钢的需求大幅回升。另一方面，铁矿石价格不断上涨，使得下游钢厂生产承压，螺纹钢产量减少。终端需求回归的预期正在逐步兑现，总体基本面较为良好，供需两旺持续，双焦价格稳定上涨。

- **人民币汇率：美元持续疲软，正掀起人民币汇率新一轮涨势。**美元持续贬值对人民币汇率上涨的带动效应，主要体现在两个方面，一是 8 月 6 日美元指数跌至年内低点 92.49，令人民币汇率估值相应回升，二是过去一个月美元大跌逾 4%正驱动越来越多全球资本涌入新兴市场资产，进一步抬高人民币汇率估值。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。整体来看，人民币汇率在下半年有望进一步小幅走强，有望在多数时间运行在 6.8-7.2 的区间中枢下沿。

目录

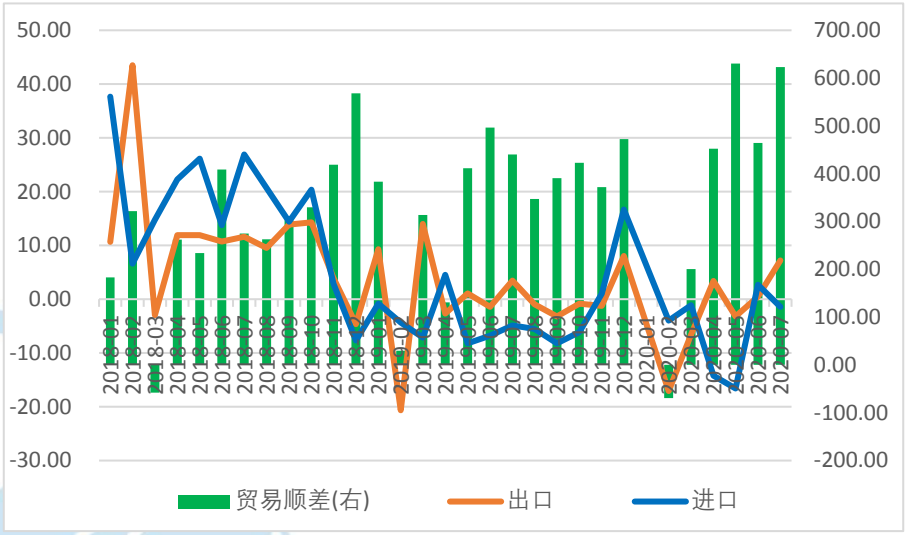
一、 本周重点经济数据分析.....4
1.1 海关贸易数据.....4
1.2 中美关系波动不断.....4
1.3 全球疫情形势.....5
二、 固定收益市场分析.....6
2.1 资金面分析.....7
2.2 利率债走势分析.....8
2.3 存单与信用债分析.....9
2.4 可转债分析.....11
三、 主要资产价格分析.....12
3.1 权益市场分析.....12
3.2 黄金市场分析.....14
3.3 原油市场分析.....15
3.4 黑色产业链分析.....16
3.5 人民币兑美元汇率分析.....17

一、 本周重点经济数据分析

1.1 海外经济解封，出口继续修复，但国内需求疲软，导致进口再次回落

海关总署 8 月 7 日公布的贸易数据显示，随着国外疫情解封后经济继续恢复，中国对外出口进一步转好，但进口却受到国内需求疲软影响有所回落，使得贸易顺差继续扩大。**以美元计，7 月出口同比增长 7.2%，进口同比下降 1.4%，贸易顺差扩大至 623.3 亿美元。**此前 6 月出口同比增长 0.5%，进口同比增长 2.7%，实现贸易顺差 464.21 亿美元。出口表现远好于市场预期，但进口不及预期，同比再次掉入负值区间。

图 1：进出口额当月同比及贸易顺差（%，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

全球贸易景气度回升，带动出口数据好于预期。作为中国第二大贸易伙伴的欧盟在疫情基本得到遏制后正在大力推进复工复产，经济恢复良好，最近 PMI 指标均处在扩张区间，带动中国相关商品外需的回升。目前作为第一大贸易伙伴的东盟因受疫情影响较轻，双方贸易一直保持正增长，对整个上半年包括 7 月中国出口保持韧性做出了较大贡献。对日本出口也已经转正，主要贸易伙伴中只有对美出口是负的。中国出口贸易伙伴的这种多元化，在一定程度上缓解了疫情和中美贸易摩擦带来的负面冲击。

受到主要进口大宗商品价格下跌的影响，进口小幅转降。7 月原油进口量同比增长 25%，但在原油价格波动的拖累下，进口额下降 26.8%；铁矿石、大豆进口量同比分别增长 23.8%、16.8%，进口额增长 10.6%、15.6%。

从 7 月数据来看，出口改善程度明显好于进口，下半年中国对外贸易有望进一步改善，但改善步伐或将减缓。7 月官方制造业和非制造业 PMI 的新出口订单、大中小企业的制造业新出口订单全部环比上升，但均未回升到扩张区间。出口阻力主要来自疫情持续蔓延将影响各国经济复苏，贸易保护主义以及中美争执带来的地缘局势紧张等因素。中美紧张关系不断升温、斗争的长期化已逐渐被业内看成是一个大趋势，所以国内提出“双循环”战略新格局也是面对外部环境变化的一个应对手段，未来经济将更多依赖国内这个大市场，内需将受到提振，但也不可能一撮而就。随着国内疫情防控形势不断向好、国内支持政策落地见效等，内需复苏扩张步伐有望进一步加快，叠加海外需求回暖，预计中国对外贸易状况将继续改善。

1.2 7 月以来中美关系波折再起，美国大选结束之前预计中美博弈仍有较大不确定性

2020 年 7 月份至今，中美博弈再起波澜。美国对华政策焦点从贸易领域转向外交和科技，包括关闭领事馆，以及极限施压 Tik Tok 等。

表 1：7 月以来中美之间的部分摩擦事件

时间	事件
7 月 9 日	美国国务院和财政部称制裁部分新疆政府机构和官员，美国国防部批准向湾提供洛克希德·马丁公司的爱国者-3 导弹。
7 月 14 日	特朗普参与英国封杀华为参与 5G 建设，说服多国放弃华为，宣布签署涉港法规“制裁中国”。
7 月 15 日	美国国务卿蓬佩奥宣布，美国将对华为部分员工实施制裁。
7 月 22 日	美国国务院指示关闭中国在休斯敦的领事馆。
7 月 24 日	中方要求关闭美国驻成都总领馆。
7 月 30 日	姆努钦表示美国海外投资委员会（CIFUS）审查字节跳动 2017 年收购 Musical.ly 案例，意图促使 TikTok 与字节跳动相剥离。
8 月 3 日	特朗普在白宫发表讲话称，除非 TikTok 被微软或其他公司收购，否则该应用将在 9 月 15 日被关闭。

资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

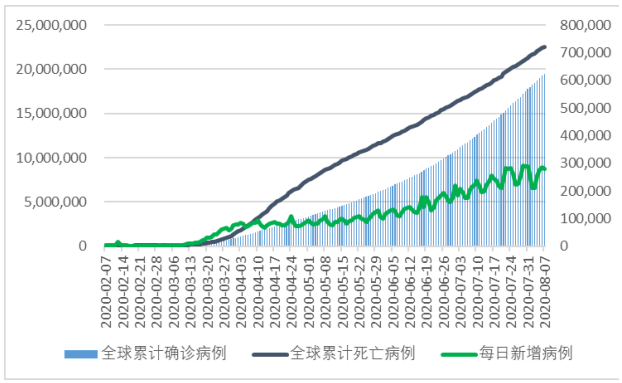
近期中美关系的波折主要原因在于特朗普期望通过打中国牌在大选中赢得更多支持。11 月份美国将会进行大选，中国问题本来就是美国大选期间的一个重要议题，本次大选期间，特朗普由于疫情防控不力，目前支持率已经大幅落后于拜登，因此在接下来的几个月，特朗普势必要转移国内矛盾，从大选选情观察，特朗普选情越恶劣、转移矛盾从而中美关系恶化的概率越大，作为特朗普大选筹码的中美关系后续大概率继续维持紧张局面，外交领域的冲突后续是否波及至贸易领域仍具有较大的不确定性。。

1.3 全球疫情增长似乎正在趋稳，主要国家经济逐渐恢复，但恢复速度减缓

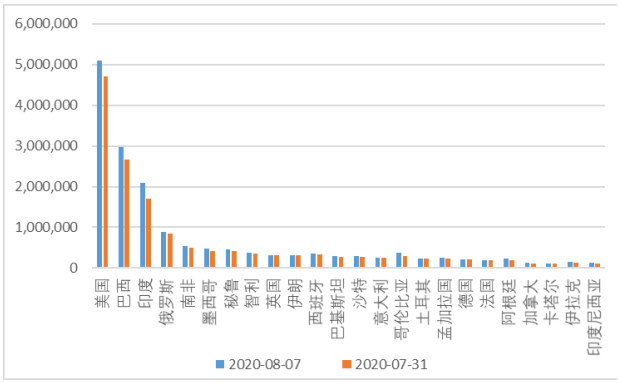
全球新冠疫情新增感染人数似乎正在趋于平稳，据 WIND 统计数据，截至 8 月 7 日，累计确诊病例已接近 1950 万例，新增逾 171 万例，较上周有所减少，为新增病例在连续增加两个多月后的首次下降；累计死亡病例超 72 万例，增加约 3.9 万例，也较上周有小幅下降。美国仍然是全球疫情最严重的国家，确诊已超过 500 万例，本周新增近 39 万例，比上周大幅减少约 7 万例。排名第二的巴西的新增病例数也在放缓，本周新增约 30 万例，累计病例接近 300 万例。随着疫情加速恶化，印度确诊已超过 200 万例，且新增病例超过美国、巴西，成为全球增长最快的国家。

图 2：全球累计确诊病例近 1950 万，死亡超 72 万（例）

图 3：24 个国家超过 10 万例，美国、巴西、印度位居前三（例）



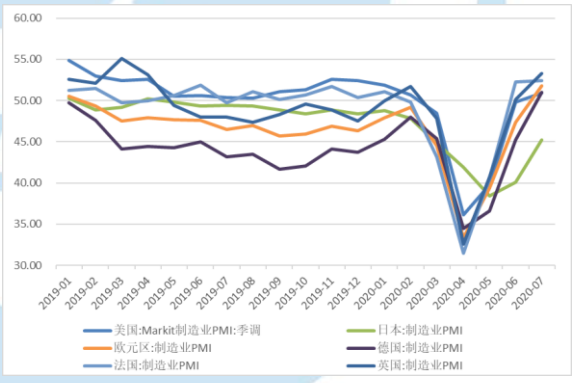
资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

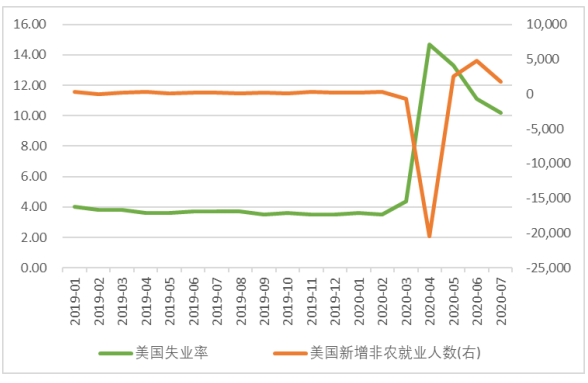
疫情解除封锁后，全球大多主要经济体经济继续向上修复，但部分国家经济恢复并不及预期。最新公布的采购经纪人指数（PMI）数据显示，除了日本由于疫情大幅反弹和一些地区重启封锁措施使得制造业生产还处在萎缩区间外，其他国家 7 月制造业 PMI 较前月回升，且处于枯荣线之上，表明制造业生产活动正在恢复。其中美国制造业 PMI 上升 1.6 个百分点，至 54.2%，整体经济已连续第三个月实现扩张。不过美国劳工部周五公布备受关注的就业报告显示，非农就业岗位继 6 月创纪录增加 479.1 万后，7 月又增加 176.3 万，扣除新增政府岗位，就业岗位增加 146.2 万个，低于 6 月 473.7 万的增幅，同时 7 月失业率仍保持在 10%以上的较高水平，因此就业复苏的根基非常不稳。此外，7 月可能是疫情解封后企业重新雇用工人带动就业增长的最后一个月，因为政府每周 600 美元的额外失业补助已于当月底到期，国会两党对一项新失业救济计划的谈判在本周也陷入僵局，如果没有额外财政刺激措施为失业者提供保障，经济可能会面临一条非常坎坷的道路。特别是近期新增确诊数飙升，服务需求受到疫情反弹的打击最重。因此，就业增长放缓正在给美国经济实现 V 型复苏的预期带来挑战。

图 4：主要经济体 7 月制造业 PMI（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 5：美国失业率及非农就业人数（%，千人）



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：央行本周实现回笼 2700 亿元 ，资金面边际收紧，未来资金面整体均衡但不断有间歇性波动料成为常态

1）央行的公开市场操作：本周央行连续四个交易日未进行公开市场操作，全周实现净回笼 2700 亿元

本周，央行连续四个交易日未进行公开市场操作，周五以利率招标方式开展了 100 亿元 7 天期逆回购操作，累计全周共开展 100 亿元逆回购操作，同期有 2800 亿元央行逆回购到期，全周实现净回笼 2700 亿元。

表 2：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	-800	-300	-500	-200
7 天	0	0	0	0	100
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	-1000	-800	-300	-500	-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：资金面边际收紧，资金价格逐步上涨

本周资金面边际收紧，流动性回笼叠加政策显示宽货币渐退，银行间资金利率全线大幅上扬，隔夜价格重返 2%以上，7d 价格也攀升至 2.2219%，二者均为近三周最高。

表 3：本周货币市场利率（%）

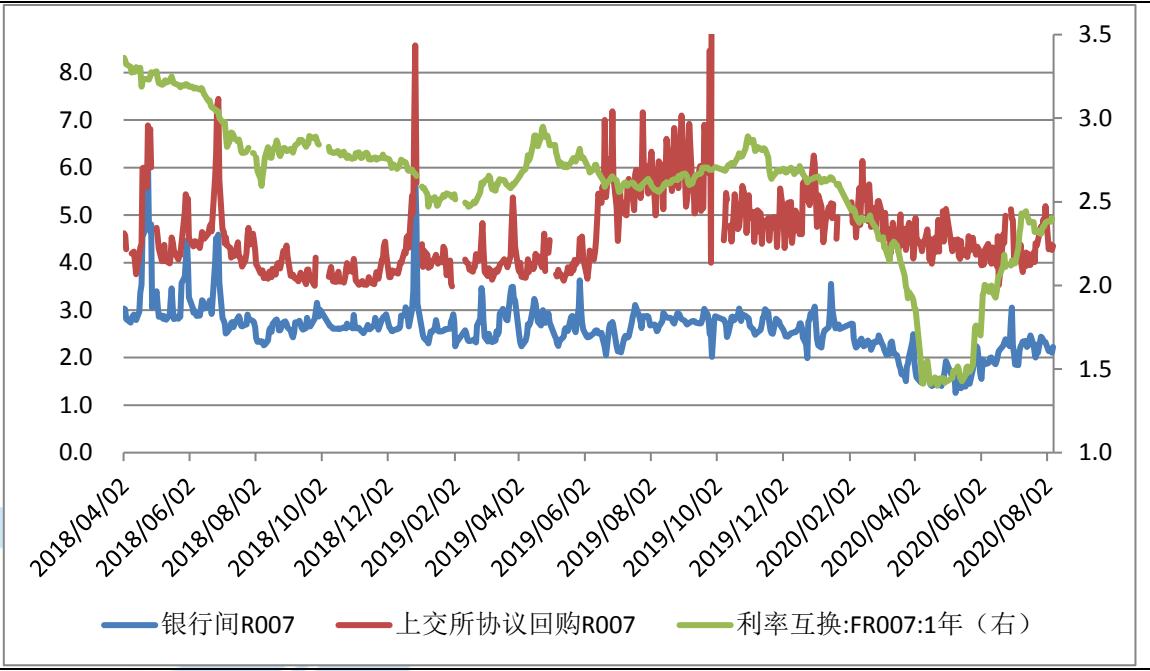
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	1.6278	1.9600	1.7210	1.7108	2.1122
	R007	2.1398	2.1785	2.1356	2.1051	2.2219
	R014	2.1712	2.2439	2.2204	2.2207	2.3020
	R021	1.9365	1.9740	2.0798	2.0929	2.2141
	R1M	2.2455	2.4495	2.4944	2.3823	2.3994
上交所协议回购	206001	4.1300	4.0030	3.9400	3.6130	3.6130
	206007	4.2800	4.3660	4.3830	4.2670	4.3550
	206014	4.5580	5.1690	5.0230	4.5790	5.0120
	206021	5.9180	5.9760	5.2670	5.0500	6.2810
	206030	5.4720	5.3320	5.4890	7.2390	6.3190
利率互换定盘：1Y	FR007	2.3872	2.3828	2.3813	2.4026	2.4045

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：未来资金面整体均衡但不断有间歇性波动料成为常态

月初尽管资金需求影响因素不多，但随着地方债发行逐渐增多，对于政策面预期也依旧谨慎，市场情绪仍敏感，因此盘中时有波动。当前银行超储率处于较低水平，流动性总量虽够用，但并不算宽裕，这也是央行政策回归中性后的结果，未来资金面整体均衡但不断有间歇性波动料成为常态。

图 6：本周资金面边际收紧（%）



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：央行定调货币政策方向，货币政策总量回归中性，宽信用力度也将放缓，长债收益率未来预计震荡为主

1）利率债走势复盘：央行二季度货政报告表态偏鹰，资金面小幅收敛，7 月出口数据超预期，债券收益率震荡上行

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 100.4400，较上周下降 0.28%。10 年期国债期货主力合约 T2009 价格 98.7950，较上周下降 0.05%。2 年期国债期货主力合约 TS2009 价格为 100.5450，较上周下降 0.18%。

本周，央行发布了二季度货币政策执行报告，关于货币政策的表述偏鹰，带动债券市场收益率明显上行。本周影响债市的几个重要因素如下，首先，资金面来看，随着央行大额净回笼，资金面先松后收紧，资金利率逐日上行，近几周以来，银行同业存单收益率持续上行，说明银行超储率有所下降，6 月末金融机构超额准备金率为 1.6%，比上年同期下降 0.4 个百分点，绝对水平处于近些年偏低水平；其次，货币政策层面看，周一央行货币政策委员会委员马骏表示，“目前货币政策逆周期调节力度已经不小，应该维持目前力度，没必要再加码”，周四，二季度货币政策执行报告发布，文中提到“低利率的局限性已引起发达经济体货币当局的反思”“利率过低还会导致“资源错配”“脱实向虚”，整体表述偏鹰，令本就脆弱的债市更加悲观；再次，从基本面看，本周发布的 7 月出口数据再度好于预期，财新制造业 PMI52.8，为 9 年半以来的新高；最后，从其他资产表现来看，本周权益市场表现较好，股债跷跷板的情况也再度出现，本周美元指数大幅下跌，人民币升值，一定程度上利好债市。综合以上因素，本周债市利空偏多一些，从而带动债券市场收益率整体上行。

图 7：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：货币政策总量回归中性，宽信用力度也将放缓，预计未来一段时间长债收益率维持震荡走势

从二季度货币政策执行报告来看，可以看出两个方面的重点变化，一方面，从货币政策总量来看，报告中提出要灵活把握调控的力度、节奏和重点，坚持总量政策适度。明确总量适度的政策基调，与 7 月份政治局会议将货币政策基调回归“灵活适度”一致，货币政策进入真正的“中性”。不会再度宽松加码，在央行对货币政策趋势展望的表述中，已经删去“加强逆周期调节”的说法，并表达了对低利率的担忧；同时央行称将“引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行”为标准，这意味着 DR007 会以 2.2%为锚来进行平稳波动，即使不再放松，也不会大幅收紧。另一方面是，贷款投放与实际需求匹配。上半年宽信用速度快，背后是超宽货币和宽信用政策。超宽松政策回归常态后，宽信用本身动力不足。报告中明确要求促进贷款投放与市场主体实际资金需求相匹配，使资金平稳有序地投向实体经济，支持经济增长向潜在增速回归，不需要大幅宽信用来支撑经济增速反弹。从这个角度看，前期超宽松的货币政策推出后，宽信用步伐也将放缓。

在基本面回升但难超预期+稳货币+信用扩张放缓的组合下，资金利率在公开市场操作利率（7 天 2.2%）上行波动，长债利率围绕 1 年期 MLF 操作利率（2.95%）波动。

2.3 存单与信用债分析：受地方债发行增多以及政策显示宽货币渐退影响，存单收益率与信用债收益率多数上涨

1）一级市场发行：存单发行量较上周上升，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升，本周存单发行量约 6,216.40 亿元，较上周发行量上升 18.57%。本周存单到期量为 3,240.30 亿元，较上周到期量上升 14.06% 。

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 2,549.05 亿元，较上周环比下降 15.23%。

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上涨，1M 存单收益率较上周下降 7.28bp，3M 期存单收益率较上周上涨 2.61bp，6M 期存单收益率较上周上涨 2.01bp，9M 期存单收益率较上周上涨 5.82bp。

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 年期较上周分别下降 2.25bp、上涨 3.13bp、上涨 10.40bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别下跌 2.25bp、上涨 3.13bp、上涨 9.40bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别下降 5.25bp、下降 0.87bp、上涨 10.75bp。

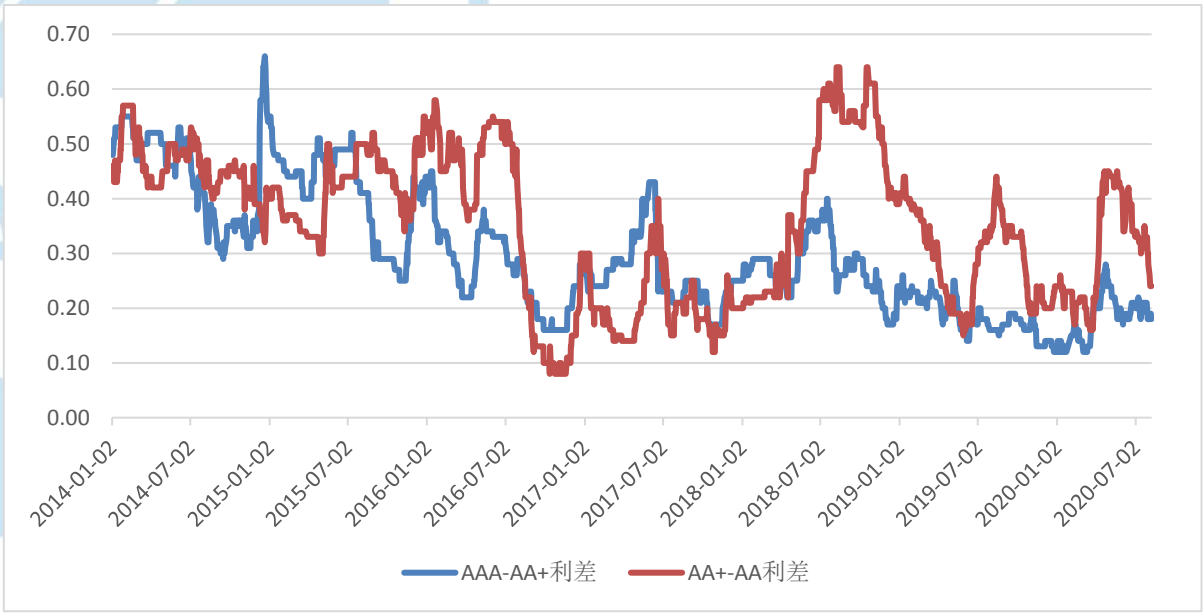
表 4：信用债各期限收益率水平（%）

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	2.888	12.70%	-2.25
信用债(AAA)：3 年	3.5466	26.30%	3.13
信用债(AAA)：5 年	3.881	28.00%	10.40
信用债(AA+)：1 年	3.038	11.30%	-2.25
信用债(AA+)：3 年	3.727	24.60%	3.13
信用债(AA+)：5 年	4.141	27.20%	9.40
信用债(AA)：1 年	3.228	10.80%	-5.25
信用债(AA)：3 年	3.967	19.50%	-0.87
信用债(AA)：5 年	4.501	22.00%	10.75

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，中低评级信用利差收窄，AAA 与 AA+信用利差较前周无变化，AA+和 AA 之间的利差较前周收窄 4bp 至 24bp。

图 8：中低评级信用利差收窄（%）



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：转债市场本周小幅上行，建议继续通过轮动把握结构性机会，关注军工、消费、科技、新旧基建、公用环保等主线

1）可转债的走势复盘：转债市场表现总体好于权益市场，本钢转债上市首日破发

本周权益市场延续震荡趋势，市场涨跌不一，上证指数本周上涨 1.33%，深证成指本周上涨 0.08%，创业板指本周下跌 1.63%，中小板指本周上涨 0.09%，价值风格类板块较成长风格类板块表现更好，国防军工行业表现亮眼。可转债市场本周表现总体好于权益市场，本周上证转债上涨 0.98%至 328.77，深证转债上涨 1.43%至 273.34，中证转债上涨 1.10%至 373.19。其中，横河转债、同德转债、新泉转债、正邦转债、盛路转债等涨幅居前，东时转债、振德转债、溢利转债、兄弟转债、博威转债等跌幅居前，与正股涨跌情况基本一致。一级方面，本周三只新债发行，分别是嘉友转债、赣锋转 2、特发转 2；六只转债于本周上市，分别是本钢转债、瀛通转债、宁建转债、新旺转债、龙大转债、宏川转债。本钢转债上市五分钟内从开盘价 102 元下探到 97.70 元，为今年首支上市当日破发的可转债，主要系其个券股性较差（转换价值 70.18 元）、正股资质较差、发行规模大、市场认可度低等所致。

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较上周变化不大。

图 9：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：短期建议谨慎操作，中期可继续保持偏正面，继续通过轮动把握结构性机会，关注军工、消费、科技、新旧基建、公用环保等主线

近期，股市上涨叠加转债次新券未进入转股期催生了一批高价转债。股市方面，经济渐进修复、资金惯性流入、政策呵护等核心因素尚未逆转，前期上涨过快、中美摩擦、解禁高峰等引发调整后行情表现出一定韧性。近期有利变化是：（1）宏观数据继续向好，有利于周期板块表现从而推动结构性行情发展；（2）政治局会议提出资本市场“平稳健康发展”；（3）资管新规过渡期延长的情绪影响大于实质，信用扩张放缓值得警惕；（4）诸多产业政策开始发力。预计后市关注点依然是信用扩张力度减弱及中美摩擦等冲击，股市行情意犹未尽，继续上演结构性行情的概率较大。短期由于中美等事件扰动，建议谨慎操作，但国内政策面稳健、经济更具韧性，中期可继续保持偏正面。

3）转债方面，核心品种及优质个券陆续赎回，投资者需要注意及时止盈，中报是新的关注点。建议继续通过轮动把握结构性机会，高价转债的广泛出现进一步导致转债投研“股票化”。操作上，行业景气度与业绩仍是择券核心，优质新券继续保持关注。建议关注以下主线：（1）复杂国际环境下，优先关注军工、自主可控、国产替代主题；（2）消费龙头，特别是食品饮料、农林牧渔等必需消费；（3）科技方向成长性较优，在行业景气及业绩催化下之后仍有机会，可积极布局；（4）政府订单驱动、产业政策扶持的新旧基建；（5）具备业绩驱动逻辑的公用环保。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；近期权益市场波动较大，部分已进入转股期的转债触发提前赎回条款，提示注意赎回风险。

三、 主要资产价格分析

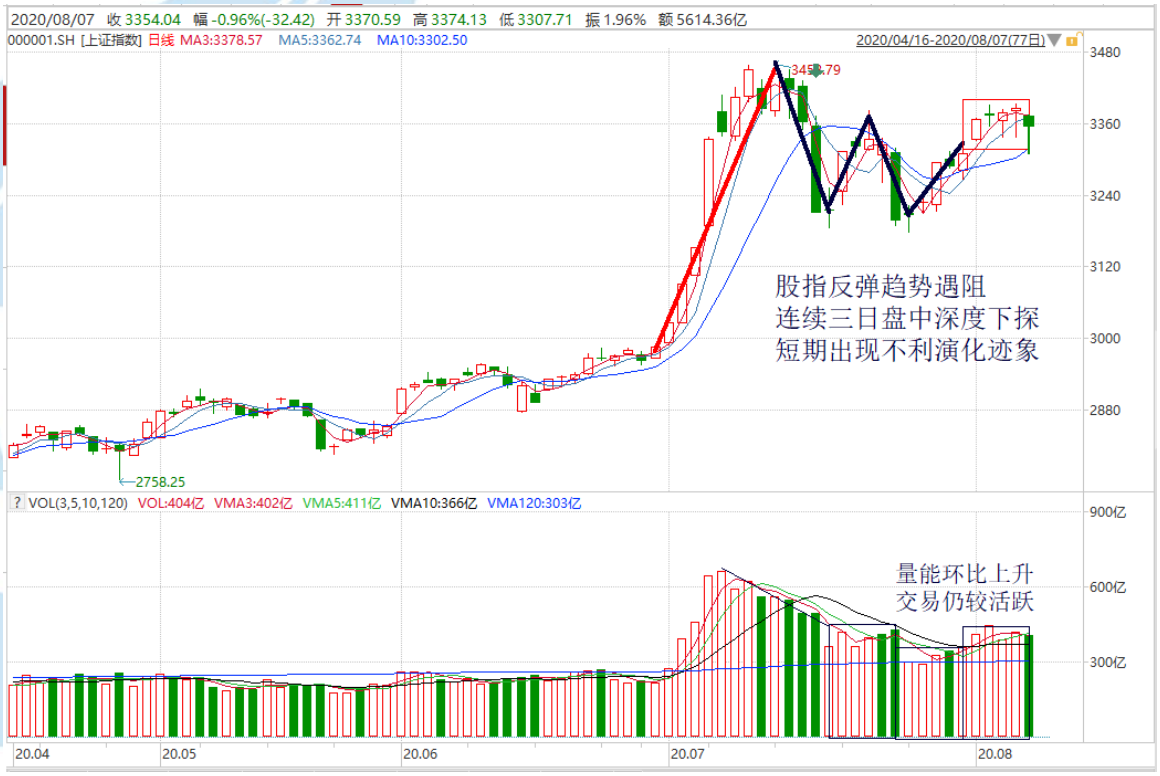
3.1 权益市场分析：市场短期或横盘震荡 成长与价值均衡配置

1） 权益市场走势复盘—上周股指反弹遇阻 短期出现不利方向演化迹象

市场本周先扬后抑，冲高回落。上证综指收报 3354 点，全周上涨 1.33%；同期深圳成指微涨 0.08%，创业板指下跌 1.63%。两市合计成交 6.46 万亿元，环比放大逾两成。

盘面上，量能连续五个交易日保持在 1.1 万亿元之上，交易颇为活跃；但盘中波动显著增加，个股间分化明显加大。下半周股指连续三个交易日盘中深度下探，虽受部分板块（如周四证券板块）突发走强带动，尾盘时收回大部分失地，但依然有较多个股跌幅明显；部分前期热点板块，如半导体、生物医药、疫苗等，也发生较大幅调整。整体看，市场出现向不利方向演化的迹象，后市不确定性增加。

图 10：股指反弹遇阻 出现短期不利方向演化迹象

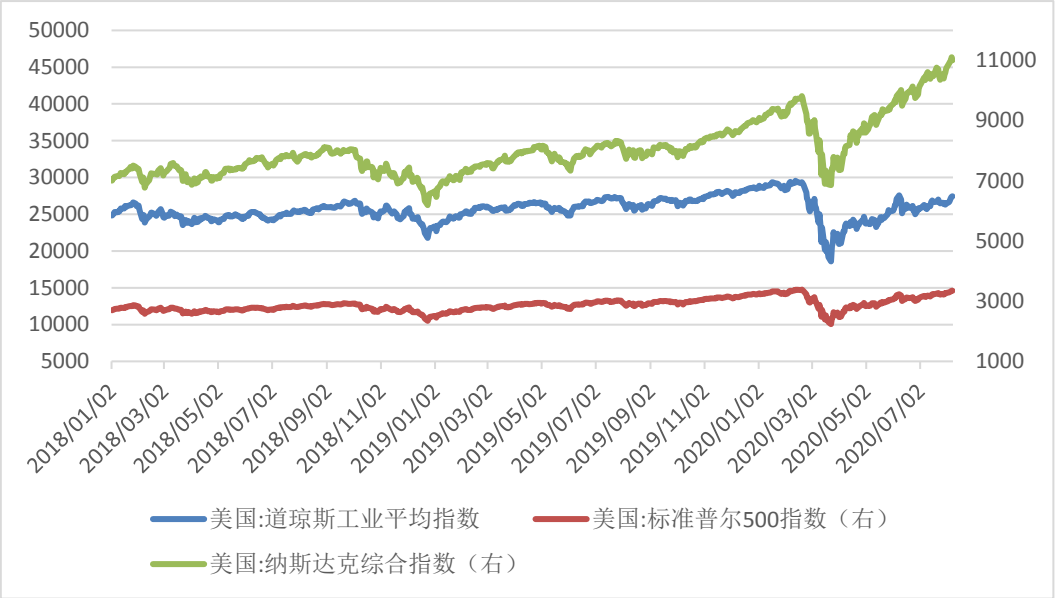


资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

美股三大股指本周均上涨，道指本周周涨 3.80%，报 27433.48 点，纳指报 11010.98 点，本周周涨 2.47%，标普 500 指数报 3351.28，本周周涨 2.45%。

周三，美国公布低于预期的就业数据后，美股反而上涨，因为投资者预计货币政策和财政政策将会继续发力来提振当下低迷的经济。美国国家过敏症和传染病研究所所长福奇称疫苗将于年底前问世，美国拟破纪录发债千亿，这两条消息提振了美股。市场仍关注美国新一轮财政刺激谈判进展。展望后市，美股调整的风险并没有完全消除，尤其是盈利下滑带来的估值去泡沫调整还将持续。

图 11：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—市场或进入短期休整　关注低估值绩优股

从市场内部结构看，权重蓝筹股走势持续低迷，拖累行情向价值股的风格切换，股指难以向上突破。宏观经济数据持续向好，对传统行业形成利好，如银行、保险和地产等板块，但它们短期仍缺乏活跃资金介入，表现疲软，未能与活跃板块形成共振。与此同时，前期热点如半导体、生物疫苗等，因估值过高而遭遇产业资本（大小非股东和管理层）和前期获利盘的大规模减持，场内资金有所流出。

资金流向看，7 月中旬以来北向资金流入速度明显放缓，甚至净流出。如 7 月 14 日和 7 月 24 日，单日净流出金额均超过 150 亿元。8 月份以来的五个交易日，仅一个交易日为净流入，合计净流出 44.49 亿元。场内两融余额仍在持续增长，截至 8 月 6 日已达到 14720 亿元，较 4 月底增加约 4000 亿元。然而，后市能否延续增长态势将取决于市场风险偏好能否进一步提升。

目前看，**中美摩擦及 A 股局部估值泡沫两大因素持续正抑制风险偏好的提升。**其一，中美摩擦依然在持续发酵，双方博弈导致投资者担忧情绪短期难解。8 月 5 日，蓬佩奥记者发布会上重提美国所谓“清洁 5G 网络计划”，拟采取五大措施进一步限制中国科技公司。8 月 6 日，特朗普签署行政令，宣称抖音海外版 TikTok 和微信对美国国家安全构成威胁，将在 45 天后禁止任何美国个人或实体与 TikTok、微信及其中国母公司进行任何交易。此举引发投资者较大担忧，导致中国科技股大幅回调。因美国大选选情需要，短期内美国仍有可能发布其他非理性不友好措施限制我国。

不过，中美间也开始出现一定缓和信号。8 月 6 日，中美两国防长互通电话，交流时间长达一个半小时，双方表示要保持对话沟通、保持稳定。并且美方公布的信息中提及，美国防长埃斯珀仍然希望今年年底能访问中国，与魏凤和举行会晤。据《华尔街日报》报道，中美同意于 8 月 15 日就第一阶段经贸协

议举行高级别经贸磋商。届时双方磋商情况将成为中美关系发展方向的重要观察点。王毅外交部长和国务委员杨洁篪纷纷发声，希望维护和稳定中美关系。

其二，A 股存在局部估值泡沫和大小非股份大规模减持。当前 A 股整体估值水平并不高（约 24 倍 PE），但结构性问题突出：一方面是金融地产等传统行业估值水平处于历史极低水平；另一方面是，大量个股估值高企，据 wind 统计，截至 8 月 7 日中小板、创业板整体市盈率（TTM）分别高达 61.54 倍和 155 倍，科创板个股估值更高。而极高的估值水平下，大小非股份减持意愿高企。

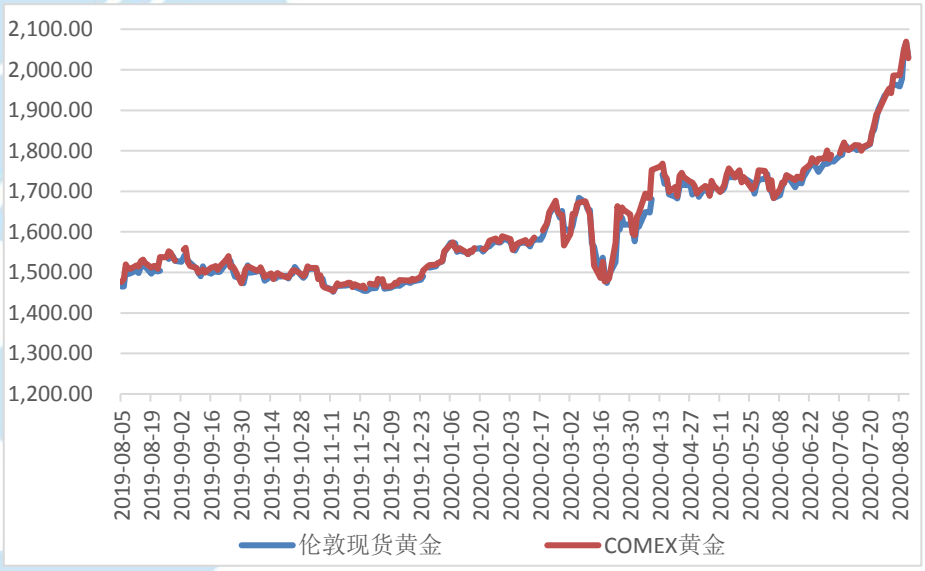
综合来看，国内宏观经济修复、整体宽松的流动性环境和资本市场改革红利将长期利好市场，市场中期向好的趋势不会发生变化；但近期中美间短期博弈再度加剧，增大了短期不确定性；同时，市场结构性估值泡沫明显，大小非大量套现和获利盘减持也加大了市场短期回调压力。

中长期我们仍然看多 A 股市场，短期而言，市场或以横盘震荡为主。板块配置方面建议成长与价值均衡配置，超配可选消费，并配置 20%-30%的军工和黄金，以应对地缘政治摩擦风险。

3.2 黄金市场分析：受益于疫情、中美紧张加剧等导致避险情绪增加，金价屡创新高

周五，美国公布的 7 月就业数据较为乐观，从而打压金价，伦敦现货黄金价格较上一交易日大跌 36 美元，或-1.74%，收报于 2031.15 美元/盎司，不过受益于前几个交易日的连续上涨，全周仍累计暴涨 3.37%；美国 COMEX 黄金期货结算价则大跌 41.4 美元，或-2%，收报于 2028 美元/盎司，全周累计暴涨 4.2%。金价已连涨九周，为近 10 年来持续时间最长的周度连涨，同时金价在本周继续连创历史新高，现货金周三暴涨至每盎司 2000 美元以上，尽管周五金价大跌，但盘中一度创下 2072.50 美元的纪录高位。

图 12：金价屡创历史新高（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

金价连续暴涨并创下新高，主要是受到市场避险情绪增加的驱动，背后的主要原因有：一是在疫情持续蔓延这个大环境下，美国、巴西、印度等主要国家新增病例数仍较多，全球累计确诊已接近 2000 万例，同时死亡病例接近 70 万例，全球经济因疫情普遍受到重创，不确定性较多；二是中美紧张关系在近期持续升温，除了过去已经美国为了大选需要，刻意制造紧张气氛，频频通过制裁、禁用 APP 等各种手段向中国施压，造成国际政治地理关系十分紧张；三是由于在救助规模和发放数额上存在巨大分歧，美

国会两党围绕新一轮疫情援助计划的磋商陷入僵局，此前疫情援助计划已于 7 月底到期，这无疑对市场是一个打击。此外，尽管受 7 月就业市场乐观数据提振，美元大幅升值，但全周美元仍在贬值，美元指数小幅下跌 0.07%，也对金价上涨提供一定支撑。

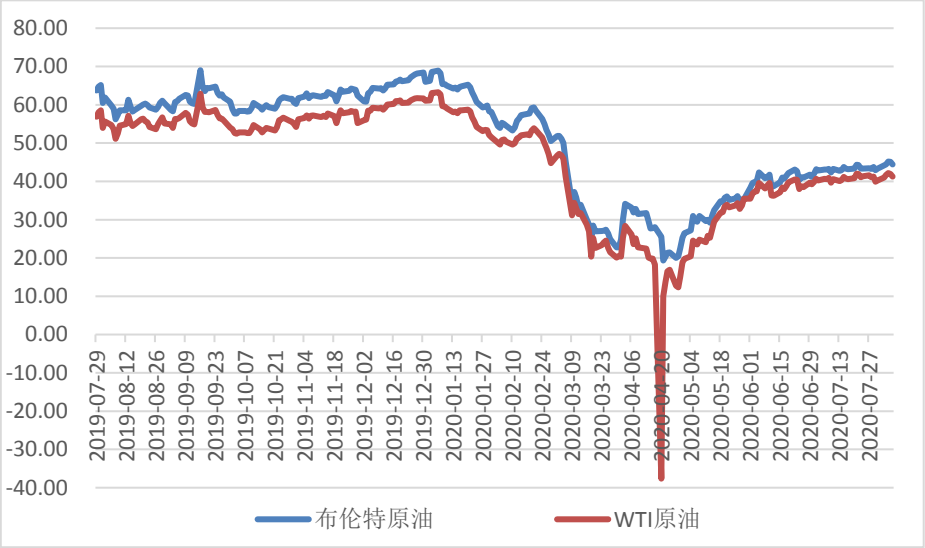
市场投资者在过去一周纷纷避险，投资标的主要转向了黄金等避险资产，美股市场承压，截至 8 月 4 日 COMEX 非商业净多头黄金持仓量较前一周大幅增加，全球最大的交易所交易基金（ETF）SPDR Gold Shares 本周四黄金持有量增加至 1267.96 吨，为 2011 年 12 月以来的最大值，已成为全球最大的黄金持有者之一，甚至超过了日本和印度央行。

随着金价创下新高，部分投资者开始怀疑黄金是否会持续走高，由于价格高昂，亚洲对黄金的需求已经下降，一些机构也警告投资者短期内可能出现获利了结。我们认为对于权益投资机构，利用黄金 ETF、黄金个股构建一到两成的黄金风险敞口非常有必要：对冲风险的同时能够将投资组合推近至有效边界。另一方面，建议密切监测可能导致黄金大幅下跌的因素：美国鹰派态度、中美摩擦及逆全球化的反转以及央行抛售黄金。

3.3 原油市场分析：乐观的经济数据、伊拉克补减产支撑油价，但疫情没有好转、新救助计划陷入僵局也令油价承压

本周油价先涨后降，呈倒“U 型”走势。周五，国际基准布伦特原油（Brent）期货合约结算价下降 0.69 美元，或-1.53%，收报于每桶 44.4 美元，但全周仍实现上涨 2.54%；美国基准得克萨斯中质原油（WTI）期货合约结算价下降 0.73 美元，或-1.74%，收报于每桶 41.22 美元，全周累计上涨 2.36%。。

图 13：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

最新公布的月度 PMI 数据显示，亚洲、欧洲、美国等国家的制造业活动正在加速复苏，好于预期，表明大部分国家经济在疫情解封后正在逐渐好转，原油需求前景良好。同时在供给端，伊拉克表示，将在 8 月额外减产约 40 万桶/日，以弥补过去一段时间未能完成 OPEC 减产协议所规定的减产配额。美国页岩油产量近期也出现下降，原油库存降幅远超预期。根据本周美国能源信息署（EIA）公布的数据，截至 7 月 31 日当周，美国原油库存减少 737.30 万桶，预期减少 230.9 万桶，前值减少 1061.1 万桶。美国石油协会（API）原油库存量也超预期大降，截至 7 月 31 日当周，API 原油库存减少 858.7 万桶，预期减少

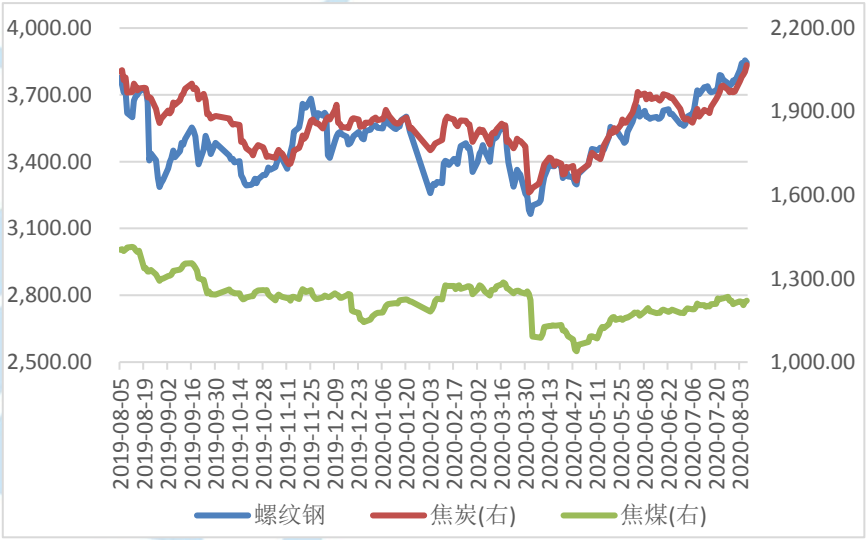
350 万桶；汽油库存减少 174.8 万桶；精炼油库存增加 382.4 万桶。此外，美元走软也对油价构成支撑。但是投资者仍担心全球疫情病例不断攀升，以及沙特、俄罗斯等 OPEC+国家从 8 月降低减产规模，可能导致供应过剩，使得油价承压。

疫情的持续蔓延、OPEC+降低减产规模以及美国会两党迟迟不能对新一轮援助计划达成一致，导致油价涨幅有限。不过从近期市场表现看，油价也很难跌破每桶 40 美元的支撑线。或许 OPEC 主要产油国也没打算让油价大幅上升，考虑到油价过高会刺激美国页岩油产业复活，导致页岩油产量反弹，从而会对传统原油生产造成冲击，OPEC+主要产油国正在通过“精打细算”地控制原油产量以平衡油价。我们认为美国两党肯定会在近期达成一个“折中”的疫情救助计划，这会刺激油价上涨，预计短期内将在每桶 40-50 美元之间震荡波动。

3.4 黑色产业链分析：需求改善，加上成本支撑，黑色价格本周大涨

本周，螺纹钢期货主力合约结算价较上周每吨大涨 86 元，或 2.29%，收报于 3844 元/吨；焦炭价格每吨大涨 95 元，或 4.82%，收报于 2067 元/吨；焦煤价格每吨上涨 8.5 元，或 0.7%，收报于 1220.5 元/吨。

图 14：黑色系价格均上涨（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

螺纹钢价格大涨，主要是因为：一方面，最新公布的 PMI 数据表明中国制造业生产和非制造业商务活动正在继续回暖，加上南方持续近两个月的历史性洪涝灾害刚刚过去，大多数基建项目正在抓紧恢复生产和赶工期，导致对螺纹钢的需求大幅提升。另一方面，生产螺纹钢的主要原材料铁矿石的价格不断上涨，8 月 6 日普氏 62%铁矿石指数报 121.4 美元/吨，较年初 3 月 23 日 80.20 美元/吨的低位上涨了 51.4%，创下 2019 年 7 月中旬以来新高，这使得下游钢厂的生产承压。本周，螺纹钢产量较上周下降 2.87 万吨至 384.72 万吨，同时螺纹钢总库存（社库+厂库）较上周下降 9.02 万吨至 1208.61 万吨。

焦炭焦煤方面，期终端需求回归的预期正在逐步兑现，焦炭自身基本面良好，近期焦炭现货偏稳运行，山西个别焦化厂再次要求提涨。供需来看，本周焦炭产量小幅增加，而铁水产量再创新高，供需两旺持续，焦化厂焦炭库存大幅去化，焦炭期货价格表现较为强势。焦煤价格则表现偏弱，本周小幅上涨，主要是因为国内焦煤产量偏高，本周焦煤产量的下降更多是被动减产，下游高炉、焦炉产量保持高位，但下游采购意愿降低，主动控制库存，导致煤矿库存继续累积，价格相对承压。近日焦煤期价震荡

上涨，更多是受到黑色整体的带动，焦煤自身驱动不明显，目前期价基本处于平水附近，短期或维持高位震荡状态。

3.5 人民币兑美元汇率分析： 美元持续疲软，正掀起人民币汇率新一轮涨势

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.9408，较上周上涨 0.63%。即期汇率报 6.9598，较上周上涨 0.28%。

美元持续疲软，正掀起人民币汇率新一轮涨势。美元持续贬值对人民币汇率上涨的带动效应，主要体现在两个方面，一是 8 月 6 日美元指数跌至年内低点 92.49，令人民币汇率估值相应回升，二是过去一个月美元大跌逾 4%正驱动越来越多全球资本涌入新兴市场资产，进一步抬高人民币汇率估值。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 15：人民币兑美元汇率中间价上涨



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 16：美元指数继续下跌



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

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。
	金融	超配	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。维持标配评级，建议重点关注估值合理、在疫情后成长快速恢复的公司。
	科技	标配	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，维持超配评级。重点关注板块中的优质龙头公司。
	消费	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，暂维持标配评级。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。
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。