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：政治局会议召开，债券收益率再度明显上行，权益市场呈震荡格局（2020.7.27-2020.07.31）

金融市场分析周报　　2020 年 8 月 3 日

摘要

- **年中政治局会议：稳货币、宽财政，通过扩大内需，达到稳经济和防风险的均衡。**政治局会议认可二季度中国多项经济指标好于预期，但指出当前经济形势仍然复杂严峻，不确定性不稳定性较大，很多问题将是中长期的，并提出“加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。预计下半年政策主要发力点在于扩大内需，通过有策略地使用积极的财政政策和回归常态操作的货币政策，以达到稳定经济和防范各种风险的目的。

- **规上企业利润：工业企业利润继续改善，但不确定性仍存。**由于工业品价格降幅收窄、生产成本下降、销售增长加快等，6 月工业企业利润同比增长 11.5%，增速较上月加快 5.5 个百分点，三大行业利润均有不同程度改善，表明中国工业经济已基本回归正常水平区间。不过，当前疫情正持续蔓延，市场整体需求仍然偏弱，南方地区极端天气可能对工业生产形成一定拖累，企业生产经营仍然面临不少困难，叠加国际经贸形势复杂严峻，工业利润增长的持续性存在较多不确定性，预计未来工业企业利润上升空间有限。

- **PMI 数据：中国经济延续回升势头，但需求恢复速度仍偏慢。**7 月制造业 PMI 继续回升，非制造业 PMI 小幅下降，两个指标连续数月保持在枯荣线之上，表明国内企业生产经营活动保持恢复性增长势头。制造业生产及建筑业活动恢复较快，但制造业新订单指数低于生产指数，进出口订单均连续 3 个月反弹，但新出口订单指数、就业人数指数仍处于萎缩区间，显示市场需求仍弱于生产。

- **新冠肺炎疫情：美国新增病例数已趋稳，但仍保持在高位，疫情已对全球经济造成严重冲击。**全球疫情累计病例已逾 1770 万例，新增病例数继续上升，表明全球疫情仍在快速蔓延并难以遏制。美国疫情曲线正开始趋平，但印度和巴西仍在上升。疫情已对全球经济造成严重冲击，二季度美国和欧元区经济萎缩幅度均创下历史纪录，但进入下半年美国经济复苏出现放缓，失业人数或失业率不降反升。在如何控制疫情复发和重振经济之间，许多国家和政府仍将面临着艰难的抉择与平衡。

- **资金面及央行公开市场操作：央行本周实现净投放 1200 亿元，资金面宽松，资金价格低位持稳，整体平稳跨月无忧。**主要回购加权利率低位持稳，7d-14d 资金价格逐步下降，隔夜资金先跌后涨，隔夜利率一度下行至 1.4%关口下方，周五因跨月最后一日，隔夜资金价格回升。未来一段时间，税期给资金面带来的负面压力消退后，来自利率债供给的压力可能还要持续一段时间，但是整体而言，流动性整体偏松的态势不会逆转。

- **利率债：在债券供给压力上升，政治局会议相关政策表述对债市偏空以及 7 月 PMI 超预期的影响下，本周债券市场收益率再度明显上行，预期未来一段时间长端利率债收益率延续震荡态势。**基本面复苏确认仍在延续，3-4 季度经济继续向上的概率仍较为确定；政治局会议着眼于长期结构优化，货币政策强调“适度”和效果落地，8、9、10 月份地方债供给再次回升带来的资金面和供给扰动；长端利率债预计延续震荡走势，投资者不应对博弈资本利得有过高预期，应控制好仓位和久期。

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：在权益市场带动下震荡上行，基于两大循环建议持续关注科技、消费等主线。**本周权益市场震荡上行，成长风格类板块较价值风格类板块表现相对更好。可转债市场本周表现稍弱于权益市场，整体估值小幅上行。经济持续修复可能导致的货币政策边际收紧以及中美摩擦带来的风险偏好降低是当前投资者最关注的两个问题。市场波动加剧，风险偏好回落，配置结构应更趋均衡，基于两大循环建议持续关注科技、消费，此外可关注医药生物、公用环保等板块。

- **权益市场：本周市场低开后震荡走高，上证综指重返 3300 点以 3310 点报收，全周反弹 3.54%；量能方面，两市合计成交 5.11 万亿元，环比上周继续萎缩。**大格局上，市场自 7 月 16 日单日大调整以来，整体呈震荡格局。展望后市，中央政治局会议定调下半年宏观与政策环境，宏观经济延续修复态势，为市场健康运行提供有力保障；但海外疫情、中美摩擦的不确定将继续抑制市场整体热情。综合看，市场短期或以震荡为主，配置上建议成长与价值均衡配置，超配可选消费，并保持部分军工和贵金属，以应对地缘政治摩擦风险。

- **黄金：经济数据的低迷、美元极度贬值、中美关系紧张等，导致金价轻松突破纪录高位。**疫情爆发及美联储超宽松货币政策是推动金价一直走高的主要原因。近期，全球疫情在美国、印度等国家加速蔓延，美元处在持续疲软趋势中，仅本周美元指数就下跌超 4%，此外中美关系在许多领域争执升级，金价加速上涨，并轻松涨破过去的历史最高价。由于黄金基本面当前并未发生实质性改变，预计金价上涨趋势在短期内不会改变。

- **原油：悲观的经济数据导致原油需求前景不乐观，油价窄幅震荡。**本周油价涨跌互现，导致油价下跌的因素包括全球新增病例数仍在攀升以及悲观的经济数据，但市场冀希望于政府推出更多刺激措施来救助经济，且美国原油库存上周出现大幅下降，也对油价产生一定支撑。在当前需求没有大幅改善、OPEC+减产幅度下降的背景下，油价在短期内仍将承压。

- **黑色产业链：黑色产业链：需求不足，叠加获利了结，导致黑色价格下跌。**螺纹钢产量反弹上升，同时下游需求因淡季恢复较缓慢。短期螺纹钢盘面存调整压力，但底部成本支撑坚挺，回落空间相对有限，但中期经济复苏以及强基建、稳地产预期仍在，价格向上态势不变。焦化企业因高利润整体生产积极性高，但钢厂利润仍处低位，有继续打压焦企意向，钢焦博弈加剧。焦煤需求旺盛，但下游焦厂转为按需采购，补库意愿减弱，价格相对承压。黑色产品期价在前两周出现升水后，面临向下调整压力。

- **人民币汇率：人民币兑美元汇率将在双向波动中保持稳定，双向波动幅度预计较大。**本周，美元指数一度跌破 93.5，美联储周三重申，使用“所有工具”支撑美国经济，并将保持近零利率，料美元指数中长期将保持弱势。但是中美关系仍是最大不确定性变量，若摩擦进一步升级，将加大人民币走贬压力。整体而言，下半年人民币兑美元汇率将在双向波动中保持稳定，双向波动幅度预计较大。

目录

一、 本周重点经济数据分析 4
1.1 下半年财政政策解读 4
1.2 6 月工业企业利润数据 4
1.3 7 月经济数据 5
1.4 全球疫情形势 7
二、 固定收益市场分析 9
2.1 资金面分析 9
2.2 利率债走势分析 11
2.3 存单与信用债分析 12
2.4 可转债分析 13
三、 主要资产价格分析 14
3.1 权益市场分析 14
3.2 黄金市场分析 17
3.3 原油市场分析 18
3.4 黑色产业链分析 19
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 下半年财政政策更加积极而货币政策灵活适度，通过扩大内需，达到稳增长和防风险的均衡

周四召开的年中中央政治局会议之所以十分重要，是因为它不仅分析研判当前或前半年的经济形势，并且要精确部署下半年经济工作。

会议指出“不稳定性不确定性较大”，“遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识”。此次政治局会议认为，随着国内疫情得到基本控制以及复工复产的大力推进，国内经济增长稳步恢复，二季度中国多项经济指标好于预期，但同时指出，当前经济形势仍然复杂严峻，不确定性不稳定性较大，“遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识”。

会议提出，“加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。”明确了提出“双循环”的主要思路，即：坚持结构调整的战略方向+更多依靠科技创新+完善宏观调控跨周期设计和调节。总体看，后续我国改革举措都将围绕“双循环”来展开，可多关注结构调整、扩大内需、科技创新和提升产业链水平。

以国内大循环为主体的双循环，就是要扩大内需，将国内市场稳定发展当做对冲各项风险的屏障和依靠，然后推动产业链快速的升级，所使用的主要手段是科技创新，以此来带动出口产品附加值的升级，从而优化国内经济结构，达到稳增长和防风险长期均衡的目的。但目前国内经济没有完全恢复到疫情前状态，国外疫情蔓延情势何时结束仍不清楚，因此预计未来政策还是侧重于稳增长上。

财政政策要更加积极有为、注重实效，会议要求下半年的宏观政策应“落地见效”，财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益，同时货币政策要更加灵活适度、精准导向，要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，要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。这表明，下半年的总体政策基调是宽财政、稳货币。此前为对冲疫情影响，从 1 月底开始，央行通过降息降准以及 MLF、逆回购、再贷款再贴现等各项货币工具向经济注入充足流动性，保持了较宽松的货币政策环境，不过这也导致宏观杠杆率快速上升，局部出现资金套利和资产价格较快攀升的风险。6 月中旬央行行长易纲曾在陆家嘴论坛上表示，疫情应对期间的金融支持政策具有阶段性，要关注政策的“后遗症”，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出。市场对此普遍认为货币最宽松的时期已经过去，二季度后，随着中国经济开始触底大幅反弹，货币政策开始进入边际收紧阶段。

货币政策更加注重精准导向，并没有释放进一步货币宽松的信号，但也没有收紧。未再提及降准降息。4 月政治局会议以及今年政府工作报告都提到“降准降息”以及“保持流动性合理充裕”，但本次会议不再提及，而强加强调精准导向。此外，今年政府工作报告提到“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”，但本次会议则表述为“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”。

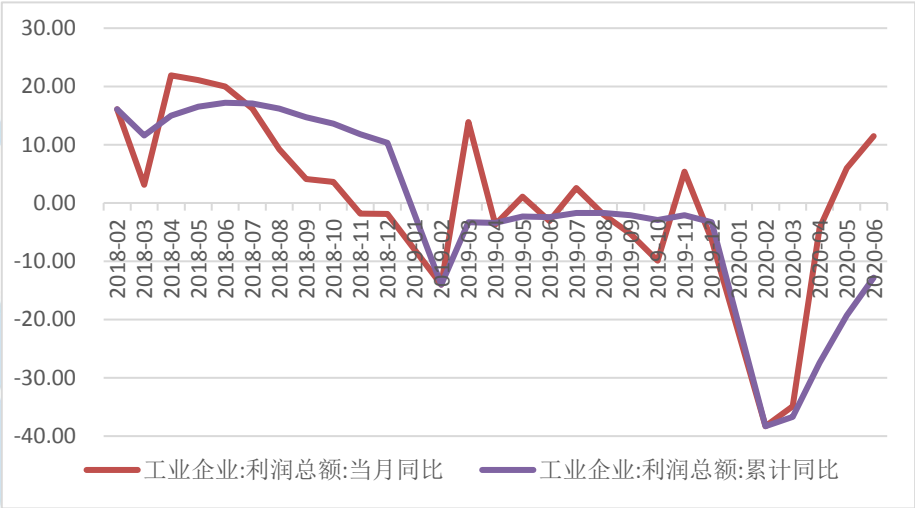
在房地产调控上，仍然坚持房住不炒。与稍早前召开的房地产工作座谈会步调一致，此次会议重申“房子是用来住的、不是用来炒的”，强调促进房地产市场平稳健康发展，防止信贷资金违规流入楼市，对地价房价会保持较低容忍度。在具体稳增长措施上，主要还是依靠新型基础设施建设、新型城镇化建设、交通水利等重大工程建设。在拉动经济增长的“三驾马车”中，目前只有国内消费恢复较为缓慢，因此未来扩大最终消费、为居民消费升级创造有力条件将是政策目标的首要方向。

1.2 6 月工业企业利润继续改善，但不确定性仍存

工业品价格、生产及销售增长加快带动工业企业利润改善。国家统计局 7 月 27 日公布的规模以上工业企业利润数据显示，中国工业经济已基本回归正常水平区间，6 月工业企业利润同比增长 11.5%，增速较 5 月加快 5.5 个百分点，为去年 5 月以来最高；1-6 月累计同比下降 12.8%，降幅较 1-5 月收窄 6.5 个百分点。增速回升的主要原因是，一方面，工业品价格降幅收窄，经国家统计局测算，6 月工业品价格变动带动工业企业利润增速比 5 月提高 5.3 个百分点；另一方面，工业生产和销售增长加快，6 月规模以上工业增加值、工业企业营业收入同比分别加快 0.4 个和 2.8 个百分点，企业规模扩张带来盈利增加。此外，企业生产成本下降也推高利润。

6 月工业企业利润改善在预料之中，不久前公布的二季度宏观经济数据显示经济已触底反弹至 3.2%，且 6 月工业企业增加值同比实现正增长 4.8%。不过，当前疫情正持续蔓延，市场整体需求仍然偏弱，南方地区极端天气可能对工业生产形成一定拖累，企业生产经营仍然面临不少困难，叠加国际经贸形势复杂严峻，工业利润增长的持续性存在较多不确定性，预计未来工业企业利润上升空间有限。

图 1：规模以上工业企业利润同比增速（%）

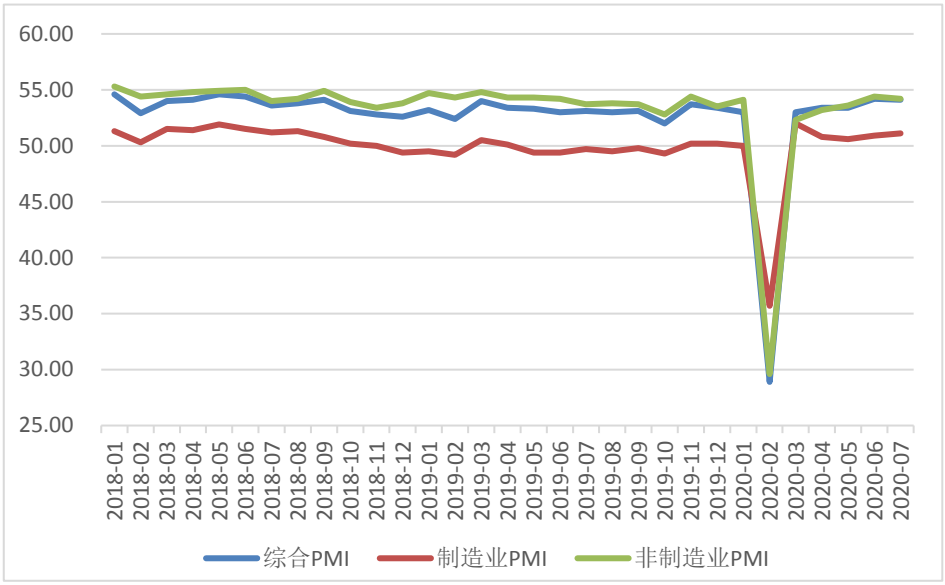


资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

1.3 7 月中国经济延续回升势头，但需求较生产恢复力度偏慢

国家统计局 7 月 31 日公布的官方采购经纪人指数（PMI）数据显示，尽管受南方地区遭遇暴雨恶劣天气、新冠疫情不断在局地出现等不利影响，但中国经济依然延续回升势头，国内外需求均有改善。7 月制造业 PMI 为 51.1，较 6 月继续回升 0.2 个百分点，已连续两个月回升和连续五个月保持在枯荣线以上；非制造业 PMI 为 54.2，较 6 月下降 0.2 个百分点；两大行业 PMI 环比一升一降，使得综合 PMI 小幅回落 0.1 个百分点至 54.1。PMI 这一经济先行指标均位于荣枯线 50 以上，且超出市场预期，表明国内企业生产经营活动保持恢复性增长势头。

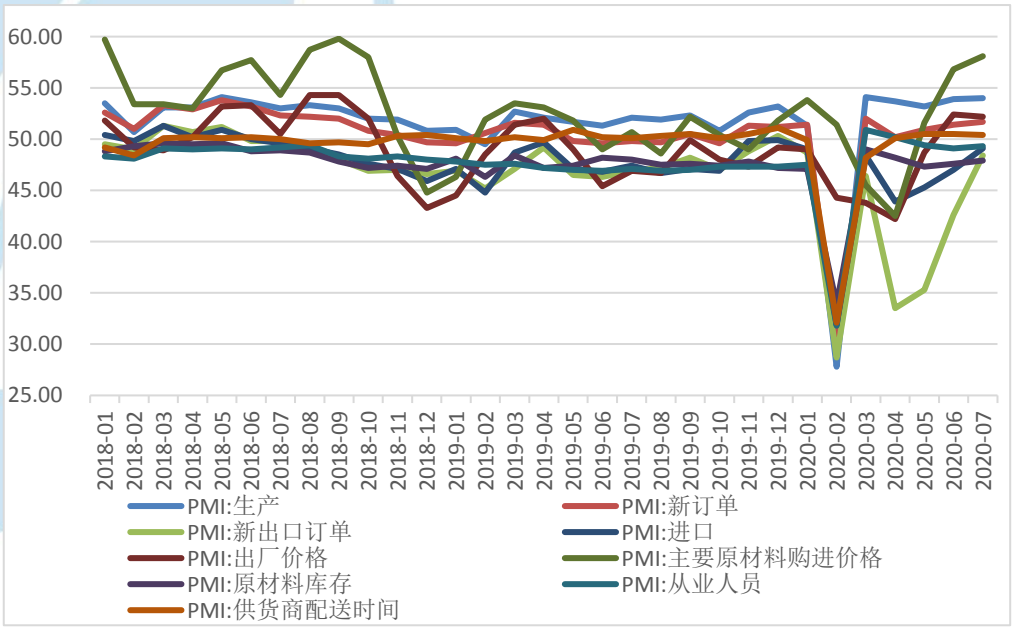
图 2：7 月 PMI 表明中国经济仍延续回升势头（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

从更重要的制造业 PMI 各分项指数看，国内供需两端持续回暖，7 月生产指数 54，较 6 月回升 0.1 个百分点；新订单指数 51.7，较 6 月回升 0.3 个百分点，连续三个月回升。由于国外逐渐放松隔离封锁措施及经济逐渐恢复，进出口均有所回暖，7 月新出口订单和进口指数分别为 48.4 和 49.1，分别较 6 月回升 5.8 个和 2.1 个百分点。两个价格指标上，受原油、钢铁、有色等主要原材料价格上涨以及下游基建行业需求回暖影响，7 月出厂价格指数 52.2，较 6 月回落 0.2 个百分点；原材料购进价格指数升至年内高点 58.1，高于 6 月 1.3 个百分点。在“六保”“六稳”等就业优先政策支持下，7 月从业人员指数回升 0.2 个百分点至 49.3，结束此前连续三个月回落态势，但就业指标仍处于收缩区间，表明就业仍不容乐观。

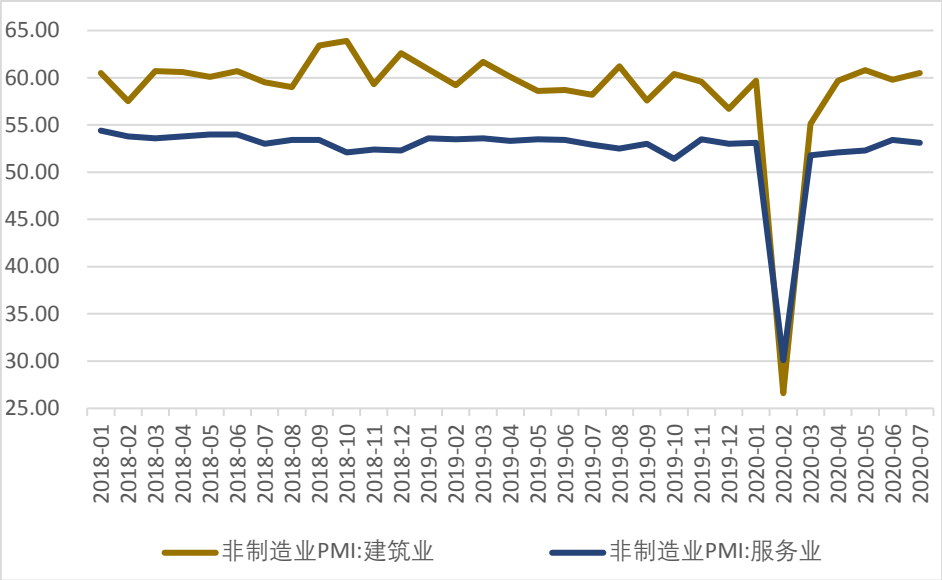
图 3：7 月制造业供需均有改善但需求仍不足（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

非制造业方面，房地产领域活动强劲以及 5 月创历史规模的专项债发行后基建项目相继落地，推动 7 月建筑业商务活动指数大幅回升 0.7 个百分点至 60.5，但随着暴雨灾害冲击中南部地区，服务业复苏有所减速，7 月服务业商务活动指数回落 0.3 个百分点至 53.1，结束连续四个月回升，不过仍处在扩张区间。

图 4：7 月建筑业商务活动指数回升但服务业下降（%）



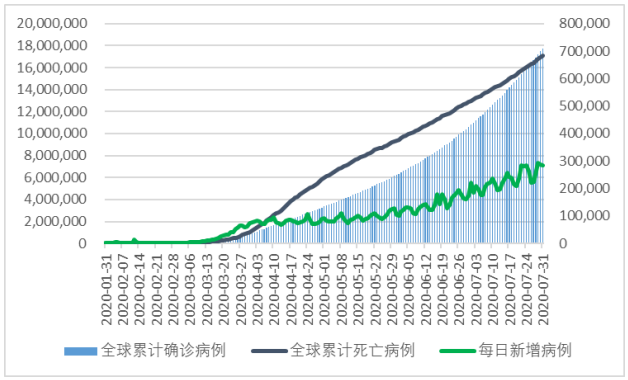
资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

整体看，市场需求恢复偏慢仍是制约经济回升力度的主要因素，新订单指数改善程度低于生产指数，表明国内需求弱于供给，7 月新出口订单大幅走高，但幅度不及 6 月，或显示海外复工最快阶段已经过去。预计未来的政策目标或将落在扩大内需上，以充分挖掘国内投资消费需求潜力，保障中国经济良好发展势头更为稳固。下半年，中国经济将面临国外疫情蔓延、中美关系持续紧张等不利环境，周四召开的中央政治局会议提出认为当前经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，中国遇到的很多问题是中长期的，“必须从持久战的角度加以认识”。但短期看，相信中国经济会延续当前复苏态势，两大 PMI 指标将保持在扩张区间。

1.4 美国新增病例数已趋稳，但仍保持在高位，疫情已对全球经济造成严重冲击

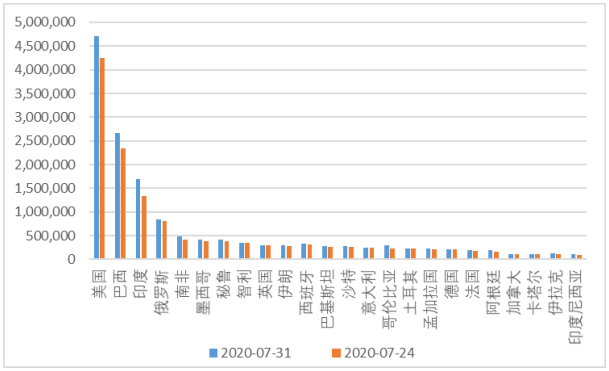
据 WIND 统计数据，截至 7 月 31 日，新冠疫情全球累计确诊病例逾 1775 万例，比上周增加逾 181 万例，单周新增病例数继续创下新高；累计死亡病例 68.3 万例，增加约 4 万例。新增病例数继续上升，表明全球疫情仍在快速蔓延并难以遏制。病例新增较多的仍是美国、巴西、印度和南非四个国家，约占整体新增病例数量的三分之二，但值得注意的是美国和南非的新增较上周有所下降，而巴西和印度新增有所增长。过去两周内，由于佛罗里达州、加利福尼亚州、德克萨斯州等新一波美国疫情震中的病例增速有所放缓，美国整体的疫情曲线在持续走高一个月之后开始趋平，目前每日新增稳定在 6.5 万例左右，不过相比过去，这一数字仍然处于高位水平，另外澳大利亚、日本、德国、中国等之前疫情控制较好的国家也已经出现反弹，因此在如何控制疫情复发和重振经济之间，许多国家和政府仍将面临着艰难的抉择与平衡。

图 5：全球累计确诊病例逾 1775 万，死亡约 68.3 万（例）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 6：24 个国家超过 10 万例，美国、巴西、印度位居前三（例）

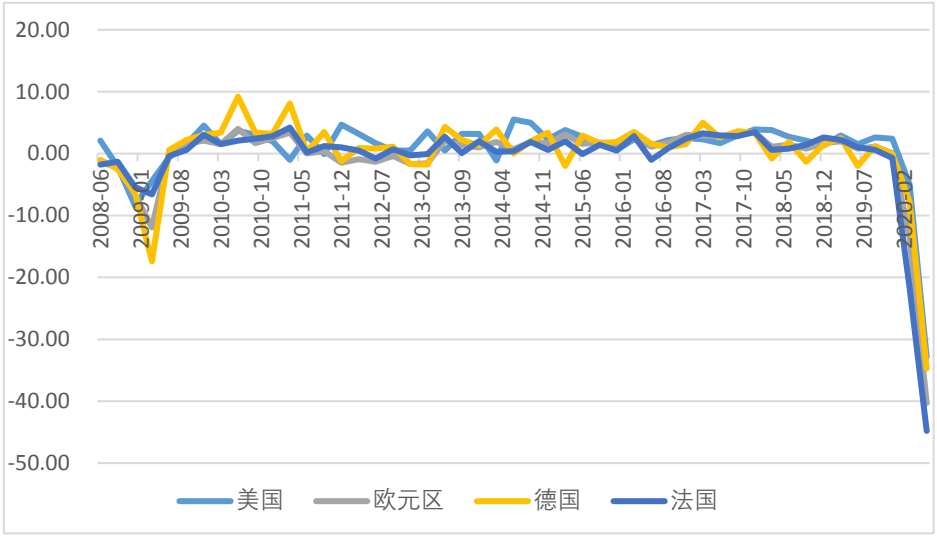


资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

市场普遍认为，持续时间已有半年多的新冠疫情对全球经济造成严重冲击，本周公布的最新经济数据揭示了这种冲击的程度有多大。第二季度美国经济萎缩幅度创历史纪录，美国商务部 7 月 30 日公布，经季节性因素和通胀因素调整后，美国第二季度 GDP 折合成年率环比下降 32.9%，与一季度相比下降了 9.5%，这是有统计记录的 70 多年来美国经济遭受的最严重下滑。与此同时，美国劳工部最新公布的初次申领失业救济人数也显示劳动力市场步履蹒跚，初申失业救济人数连续第二周上升，截至 7 月 25 日的一周增加 1.2 万人，至 143.4 万人，在 3 月底触及峰值后曾有近四个月的下降。本周美联储政策会议尽管没有宣布新的政策措施，但再次承诺将继续采取积极措施支持经济。自美联储七周前举行上次会议以来，美国经济复苏已有所放缓。在 5 月和 6 月就业人数意外反弹之后，许多州的新增病例数大幅增加，不得不重新限制某些商业活动，令消费者信心大受打击。

欧元区经济也在第二季度创下有记录以来的最大降幅。欧盟统计局周五公布，初步估计数据显示，欧元区第二季度 GDP 同比下降 12.1%，折年率环比下降 40.3%，这是自 1995 年有记录以来的最大降幅，远超 2007 年开始的全球金融危机后出现的季度环比降幅。同时，欧元区 6 月失业人数增加 20.3 万人，令失业率升至 7.8%。欧洲许多国家的政府都推出了成本高昂的援助计划，来支付被雇主强制休无薪假的员工的薪资，从而减缓了疫情对失业率造成的更严重打击。欧盟上周通过的 7500 亿欧元创纪录规模的复苏基金也将对未来欧元区的经济复苏和劳动力就业产生一定支撑作用。

图 7：美国和欧元区二季度 GDP 环比折年率（%）



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：央行本周实现净投放 1200 亿元， 资金面宽松，资金价格低位持稳，整体平稳跨月无忧

1）央行的公开市场操作：本周央行净投放 1200 亿元

本周（7 月 27 日至 7 月 31 日）央行公开市场有 1600 亿元逆回购到期，本周累计进行了 2800 亿元逆回购操作，因此本周净投放 1200 亿元。下周（8 月 3 日至 8 月 7 日）央行公开市场有 2800 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 1000 亿元、800 亿元、300 亿元、500 亿元、200 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	-100	0	-500	0
7 天	1000	800	300	500	200
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	0	700	300	0	200

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：本周资金面宽松，资金价格低位持稳，整体平稳跨月无忧

本周资金面宽松，主要回购加权利率低位持稳，7d-14d 资金价格逐步下降，隔夜资金先跌后涨，隔夜利率一度下行至 1.4%关口下方，周五因跨月最后一日，隔夜资金价格回升，月末财政投放力度加大，而且央行公开市场操作呈精心呵护之意，本周净投放资金 1000 亿元，整体平稳跨月无忧。

表 2：本周货币市场利率（%）

市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）

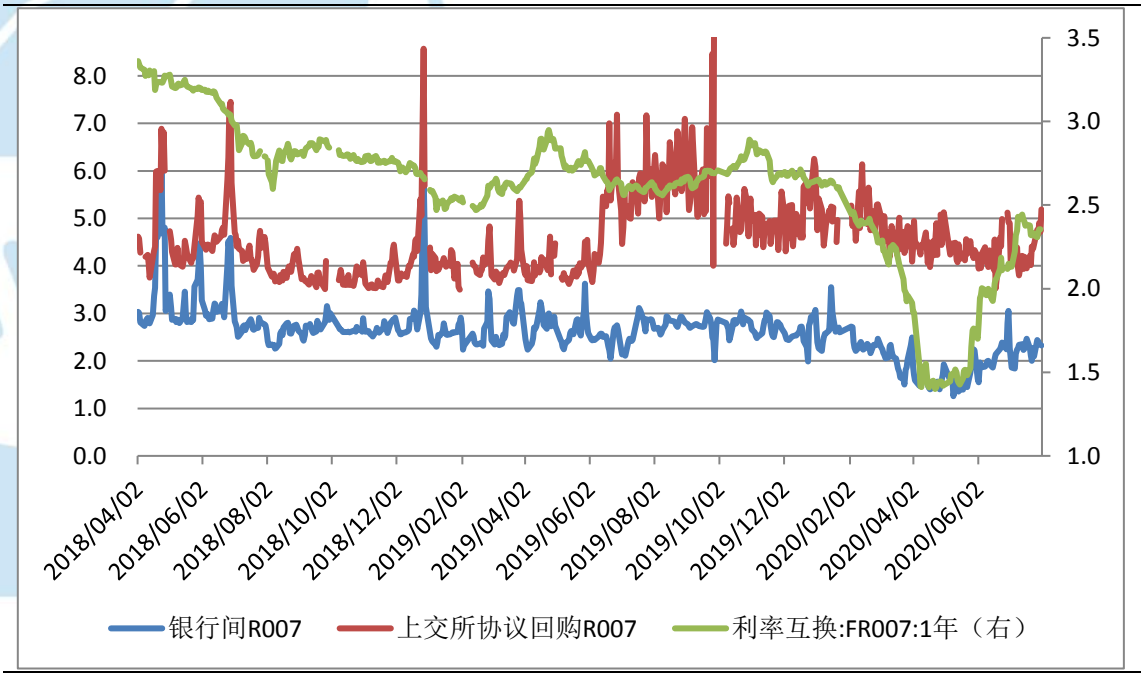
银行间回购	R001	2.0302	1.7774	1.4808	1.4155	1.9210
	R007	2.4384	2.4124	2.3513	2.3383	2.3254
	R014	2.5444	2.3284	2.6611	2.5159	2.3848
	R021	2.1831	2.1953	2.3467	2.1123	2.1326
	R1M	2.7857	2.5893	2.5575	3.2752	2.8600
上交所协议回购	206001	4.2110	3.4970	4.2100	3.7550	3.7556
	206007	4.7580	4.6620	4.9040	4.7180	5.1870
	206014	4.8170	5.2550	4.9940	5.4360	6.2450
	206021	5.6540	5.3520	5.7320	6.3160	5.7710
	206030	5.6750	5.8170	5.8130	5.4170	5.3530
利率互换定盘：1Y	FR007	2.3075	2.3402	2.3545	2.3545	2.3545

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： 流动性整体偏松的态势不会逆转

央行继续维持逆回购和 MLF 操作利率不变，显示出短期内对货币政策仍没有加大宽松力度的意愿，预计信贷持续走强。二季度 GDP 同比增速大幅反弹至 3.2%的情况下央行短期内进一步宽松的可能性也不大，对流动性投放仍会持谨慎态度，但政策层面也并不希望流动性大幅收紧。未来一段时间，税期给资金面带来的负面压力消退后，来自利率债供给的压力可能还要持续一段时间。8-9 月一般国债和地方政府债的发行将会提速，利率债的供给压力可能在四季度减轻，整体来看，预计流动性整体偏松的态势不会逆转。

图 8：本周资金面宽松（%）



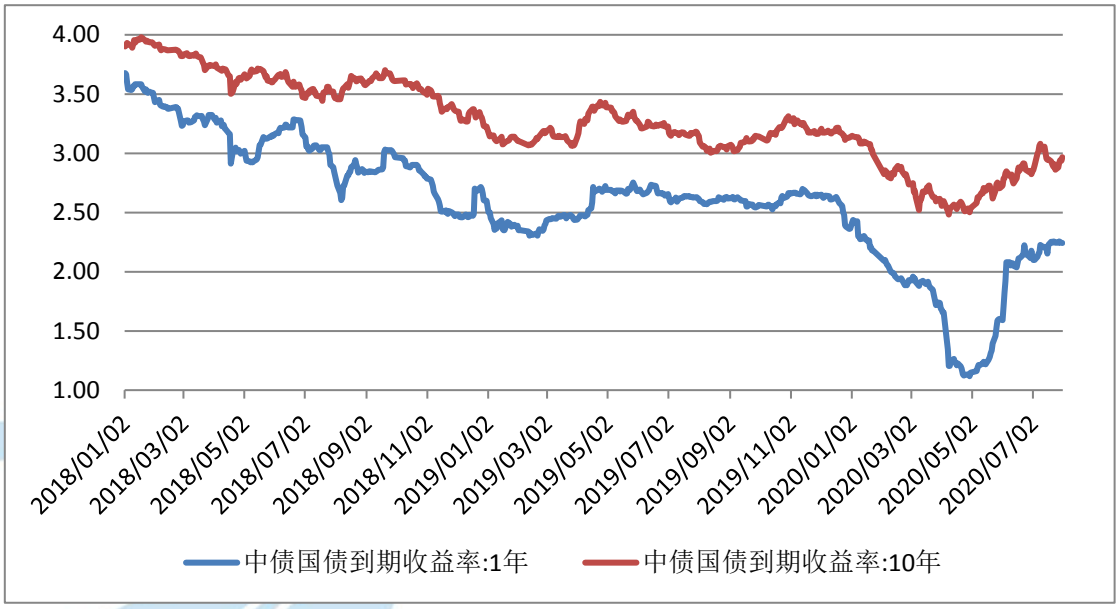
资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析：长端利率债收益率再度明显上行，未来预计延续震荡走势

1）利率债走势复盘：在多重利空因素影响下，长端利率债收益率再度明显上行

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 100.7250，较上周下降 0.66%。10 年期国债期货主力合约 T2009 价格 98.8400，较上周下降 1.15%。2 年期国债期货主力合约 TS2009 价格为 100.7250，较上周下降 0.24%。

图 9：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

本周，在债券供给压力上升，政治局会议相关政策表述对债市偏空以及 7 月 PMI 超预期的影响下，债券市场收益率再度明显上行。上周由于中美互相关闭领事馆引发的避险情绪，在本周逐渐消退，取而代之影响债市情绪的主要因素变为以下几个方面，一是利率债供给压力的担忧，7 月 29 日，财政部发布《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》，要求力争在 10 月底前将剩余新增专项债发行完毕。此前为配合特别国债发行，财政部主动压缩了一般国债、地方政府债的发行规模，因此预计未来三个月利率债供给加大将给债市带来一定压力；二是，本周召开的政治局会议，关于货币政策的相关表述体现了货币政策基调整体较为稳健，货币政策更加注重精准导向，并没有释放进一步货币宽松的信号，但也没有收紧；三是，7 月 PMI 数据略超预期，且供需均有所回升，或将对市场经济预期产生影响，从基本面角度带给债市利空压力。全周，10 年国债活跃券 20006 上行 10.5BP 至 2.965%，10 年国开债活跃券 200210 上行 14.75BP 至 3.4725%。

2）利率债展望：经济回升趋势仍在延续，货币政策强调适度，预计未来一段时间长债收益率维持震荡走势

基本面层面上，从 7 月 PMI 数据来看，7 月制造业 PMI 继续超预期回升，且供需均有所回升，将对市场经济预期产生影响，结构上来看海外订单修复幅度依旧较大，或显示短期内出口增速难以大幅走低，但产成品库存回升幅度明显大于生产或显示当下终端消费修复依旧偏慢，同时，就业压力尚未明显缓解。

政策层面上，政治局会议传递出财政政策依然保持积极有为，货币政策更加灵活适度，但宽信用力度减弱的信号。随着创新直达实体的政策工具的实施，降准降息的需求以及必要性也在逐步降低，再结合我国经济持续回暖的趋势，可以预计货币政策不会再出现前期总量过渡宽松的情况，政策不再加码，

甚至有所退出，逐步回归常态化操作，但由于经济压力仍在，毕竟就业工作、民生措施等都还需要维持宏观对冲的力度，故货币政策短期也不会转向。

对于债券市场而言，基本面复苏确认仍在延续，3-4 季度经济继续向上的概率仍较为确定；政治局会议着眼于长期结构优化，货币政策强调“适度”和效果落地，8、9、10 月份地方债供给再次回升带来的资金面和供给扰动；长端利率债预计延续震荡走势，投资者不应对博弈资本利得有过高预期，应控制好仓位和久期。

2.3 存单与信用债分析：受股市上涨与地方债供给接力影响， 信用债收益率多数上涨

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 5,345.20 亿元，较上周发行量下降 25.05%。本周存单到期量为 2,840.90 亿元，较上周到期量下降 17.35% 。

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 2,397.96 亿元，较上周环比下降 31.74%。

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

各期限存单收益率涨跌不一，1M 存单收益率较上周下降 2.64bp，3M 期存单收益率较上周下降 2.61bp，6M 期存单收益率较上周上涨 6.76bp，9M 期存单收益率较上周上涨 3.35bp。

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 年期较上周分别上涨 2.43bp、上涨 5.36bp、上涨 1.44bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别下跌 3.57bp、上涨 0.36bp、下跌 5.91bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别上涨 2.43bp、上涨 5.36bp、上涨 1.44bp。

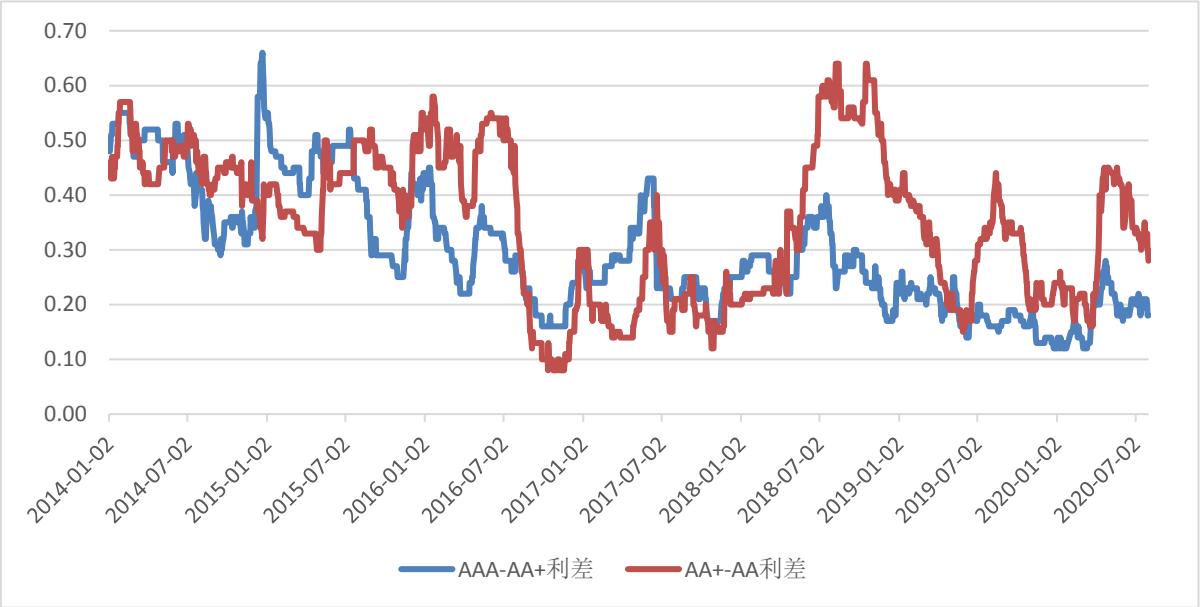
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	3.060	11.90%	2.43
信用债(AAA):3 年	3.695	23.50%	5.36
信用债(AAA):5 年	4.047	22.50%	1.44
信用债(AA+):1 年	3.280	11.70%	-3.57
信用债(AA+):3 年	3.975	19.80%	0.36
信用债(AA+):5 年	4.427	17.70%	-5.91
信用债(AA):1 年	3.060	11.90%	2.43
信用债(AA):3 年	3.695	23.50%	5.36
信用债(AA):5 年	4.047	22.50%	1.44

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 3bp 至 21bp，AA+和 AA 之间的利差较前周收窄 5bp 至 28bp。

图 10：各评级信用利差均收窄（%）



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：在权益市场带动下震荡上行，基于两大循环建议持续关注科技、消费等主线

1）可转债的走势复盘：转债市场受权益市场震荡上行带动上涨，整体估值小幅爬升

本周权益市场震荡上行，上证指数本周上涨 3.54%，深证成指本周上涨 5.43%，创业板指本周上涨 6.38%，中小板指本周上涨 6.23%，成长风格类板块较价值风格类板块表现相对更好。可转债市场本周表现稍弱于权益市场，本周上证转债上涨 1.68%至 325.57，深证转债上涨 3.57%至 269.48，中证转债上涨 2.27%至 369.13。其中，仙鹤转债、龙蟠转债、华钰转债、海大转债、歌尔转 2 等涨幅居前，横河转债、凯龙转债、乐普转债、盛路转债、广电转债等跌幅居前，与正股涨跌情况基本一致。一级方面，本周延续上周较快发行速度，有九只新债发行，分别是三超转债、国光转债、科华转债、大禹转债、城地转债、佳力转债、华阳转债、隆 20 转债、法兰转债；四只转债于本周上市，分别是美联转债、海容转债、湖盐转债、安 20 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，本周转股溢价率处于震荡区间，隐含波动率较上周变化不大，本周转债市场整体估值小幅上行。

图 11：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：市场波动加剧，风险偏好回落，配置结构应更趋均衡，基于两大循环建议持续关注科技、消费等主线

经济持续修复可能导致的货币政策边际收紧以及中美摩擦带来的风险偏好降低是当前投资者最关注的两个问题。疫情缓和后货币政策确实发生了微调，资金成本提升，LPR 连续 3 个月未调整，预计仍将维持相对宽松的基调。中美摩擦持续已久，对市场的影响也是一次不如一次，事件冲击难改大势；需要关注的是，若美股开始调整，外资流入难以持续，调整的时间恐将延长。中期来看，业绩增长是股市上涨的最主要内生动力，上市公司因为疫情一季度砸出来的坑将在明年完成收复，配合明年一季度 GDP 可能的高速增长，将对股市情绪带来明显提振。市场波动加剧，风险偏好回落，配置结构应更趋均衡，高价标的更重基本面与正股趋势，低价标的关注弹性与补涨逻辑。

疫情爆发以来，美国一系列措施使全球化面临中断，逆全球化和贸易保护主义逐步抬头。站在世界百年未有之大变局的历史关口，中央提出“逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。国内大循环以及国际双循环的新发展格局在供给端上看是要提升产业链供应链现代化水平，大力推动科技创新；在需求端上看则是意味着要扩大内需，培育从投资驱动向消费驱动的新旧动能转换。坚持自上而下的择券思路，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）科技方向成长性较优，风险偏好阶段性回落及货币政策边际收紧可能会暂时压制估值，在行业景气及业绩催化下之后仍有机会，可积极布局；（3）医药生物；（4）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，前述新券带来的潜在收益仍有一定的想象空间；由于近期波动加大，进入转股期的高平价标提示注意赎回风险。

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：短期震荡为主，建议成长与价值均衡配置

1） 权益市场走势复盘—上周股指反弹 整体处于震荡格局

本周市场低开后震荡走高，上证综指重返 3300 点以 3310 点报收，全周反弹 3.54%；同期深圳成指和创业板指分别上涨 5.43%和 6.38%。量能方面，两市合计成交 5.11 万亿元，环比上周继续萎缩约 15%。

盘面上，整体量能环比再下台阶，板块方面强者恒强明显，周内生物医药、免税概念等板块表现尤其突出，这种情况下赚钱效应仍较明显，市场人气较前一周有所恢复。从大格局上看，自 7 月 16 日单日大调整以来，市场整体处于震荡格局。

图 12：股指上周低开高走震荡反弹　7 月 16 日以来整体呈震荡格局



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，道指本周周跌 0.16%，报 26428.3200 点，纳指报 10745.2700 点，本周周涨 3.69%，标普 500 指数报 3271.1200，本周周涨 1.73%。

本周三，美联储公布议息会议结果符合市场预期，美股三大股指集体收涨，虽然语调偏鸽，但此前市场已经有较为充分预期。9 月份的议息会议可能更加重要，届时美联储可能会更新政策目标和框架的调整。但至少，本次会议上美联储在对经济活动、通胀压力、就业市场等方面都体现货币政策的宽松倾向，利率和资产负债表等货币工具被保持此前节奏，预计美元和美债等资产价格将延续此前趋势。周四公布今年第二季度美国国内生产总值下滑 32.9%，创上世纪 40 年代以来最大降幅，当日道指盘中一度下跌 500 多点，但随后三大股指都明显回升。

图 13：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—中短期或转入震荡，建议关注可选消费和黄金

展望后市，中央政治局会议定调下半年宏观与政策环境，宏观经济延续修复态势，为市场健康运行提供有力保障；但海外疫情、中美摩擦的不确定将继续抑制市场整体热情。综合来看，市场短期大概率延续震荡格局。

两大重磅经济数据均印证经济呈修复态势。其一，7 月 27 日统计局公布，1-6 月全国规模以上工业企业实现利润总额 25114.9 亿元，同比下降 12.8%，降幅比 1-6 月份再度收窄 6.5 个百分点。其中，6 月规模以上工业企业实现利润总额 6665.5 亿元，同比增长 11.5%，增速比 6 月份加快 5.5 个百分点。工业企业盈利持续修复。其二，7 月中国制造业 PMI 为 51.1%，比上月上升 0.2 个百分点，连续 5 个月位于临界点以上。从分类指数看，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，原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。

7 月 30 日中共中央政治局会议定调下半年宏观与政策环境，利多资本市场。其一，会议总结我国当前面临的环境：我国发展仍然处于战略机遇期，和平与发展仍然是时代主题，发展不平衡不充分问题仍然突出。前两个宏观判断对资本市场相当重要，意味着尽管国际环境趋向复杂，但中央认为和平仍是当前主流，有利于缓解市场对诸如中美间冲突加剧的担忧，同时也意味着国内各项工作重心仍是抓住机遇期、积极谋发展。这是资本市场健康发展的最大根基。

其二，对经济形势，会议要求：三、四季度要乘势而上，巩固扩大疫情防控和经济恢复成果，努力弥补上半年的损失。面对当前复杂严峻的经济形势，此次会议正式提出“加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”，并“从持久战的角度加以认识”，这意味着政策将继续支持扩大内需消费和服务，内需重要性提到更加突出位置，促进经济持续恢复。

其三，会议再次提及资本市场和房地产：要推进资本市场基础制度建设，依法从严打击证券违法活动，促进资本市场平稳健康发展；再度强调，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位。这意味着，政策一方面将积极护航资本市场平稳健康发展，一方面将继续严格抑制房地产投机，如此有望促使社会资金持续流向股票市场，对市场构成利好。

其四，货币政策上，会议定调“要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，下半年流动性将继续维持合理充裕。”可以期待，下半年市场仍将延续整体宽松的流动性环境。此外，6 月美联储议息会议延续鸽派，引领全球央行继续货币宽松道路，也有利于国内放松流动性环境。

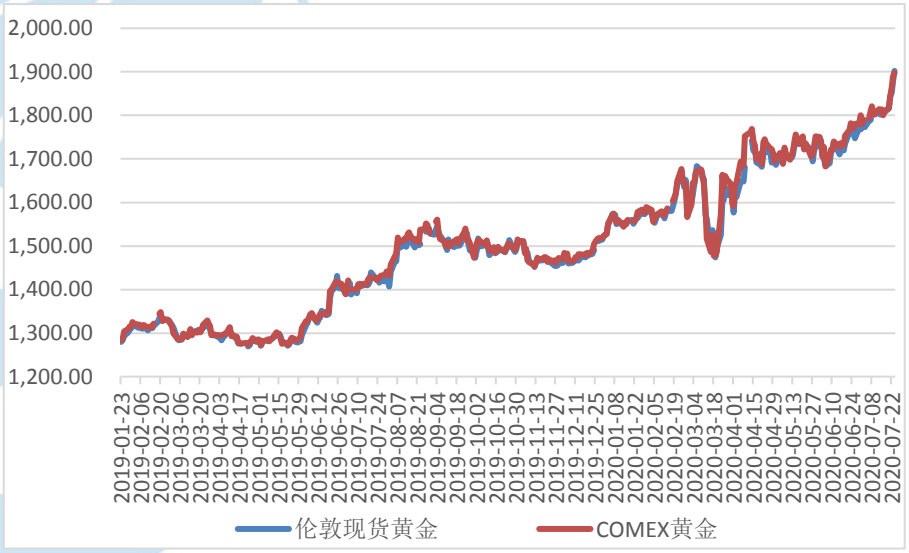
当前市场的不确定性主要来自于海外：全球疫情及中美关系摩擦的不确性。截至 8 月 2 日 14 日全球累计确诊新冠患者超过 1798 万人，累计死亡超过 68 万人，近期单日新增超过 20 万人。其中美国已累计超过 476 万人。疫情持续发酵已严重影响美国经济，美国第二季度 GDP 录得创记录萎缩，降幅达 34.8%。美国经济复苏前景堪忧。美联储认为，美国经济复苏进程已经放缓，经济前景高度不确定，疫情消除前难以实现全面复苏。美国疫情的走势已成为近期全球资本市场运行的关键因素。

综合来看，市场短期或以震荡为主，配置上建议成长与价值均衡配置，超配可选消费，并保持部分军工和贵金属，以应对地缘政治摩擦风险。

3.2 黄金市场分析：经济数据的低迷、美元极度贬值、中美关系紧张等，导致金价轻松突破纪录高位，但仍须警惕获利了结

周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日上涨 7.25 美元，或 0.37%，收报于 1964.9 美元/盎司，全周累计大涨 3.3%；美国 COMEX 黄金期货结算价则大涨 43.6 美元，或 2.24%，收报于 1985.9 美元/盎司，全周累计大涨 2.36%。金价周一突破 2011 年 9 月的历史高点每盎司 1920.3 美元，并在周二创下每盎司 1980.57 美元的新历史纪录高位。金价已连续四个月上涨，7 月全月金价累计上涨逾 11%，创下自 2016 年 2 月以来的最大月度涨幅。

图 14：金价创历史新高（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

新冠疫情的爆发导致包括美国在内的全球经济体陷入深度衰退，以及为应对疫情影响美联储实行超宽松的货币政策，投资者避险情绪不断提升，纷纷买入黄金，是推动金价一直走高的主要原因。据世界黄金协会（WGC）统计的全球黄金需求数据显示，2020 上半年全球黄金需求为 2076 吨，尽管与 2019 年同

期相比下降了 6%，但黄金投资却逆势增长了 90%，其中黄金 ETF 的总流入创历史新高，截至 7 月 28 日全球黄金 ETF 总持仓达到 3751 吨。

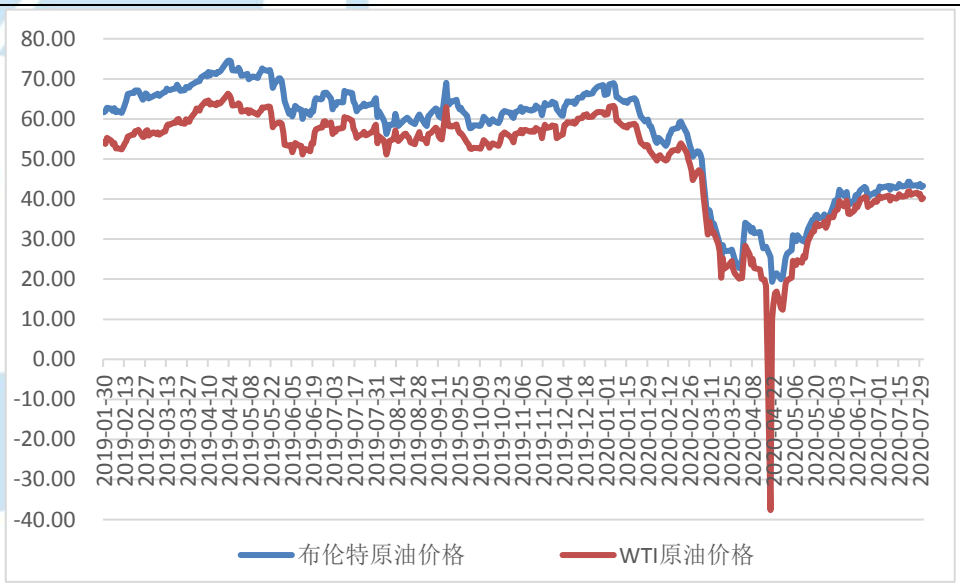
近期全球疫情持续加速蔓延，美国疫情不降反升，每日新增病例数一度连续创下新高，使得处于复苏中的美国经济有重新陷入停滞的可能，本周公布的美国二季度 GDP 环比年率创纪录地萎缩 32.9%，美联储政策会议重申将使用“所有工具”支撑美国经济，市场避险情绪明显增加。同时，美元处在持续疲软趋势中，本周五美元指数收盘于 93.4573，较上周下跌 0.94%，触及两年低位，而整个 7 月，美元指数下跌 4.1%，为 2010 年 9 月以来最大月度百分比跌幅，且大部分跌幅发生在刚过去的 10 天。此外，中美关系在政治、经济、军事等许多领域的争执升级，国际地理政治趋于紧张。在这些利多避险黄金因素的提振下，金价加速上涨，在上周暴涨超 5%以后本周继续大涨，轻松涨破过去的历史最高价，创下历史新高。不过一般投资者仍需要警惕价格处于高位因获利了结而可能出现的回调，周二金价在盘中创下历史高位后在尾盘回落多达 3.7%。

黄金是投资者用来规避市场风险和抵消通胀的主要工具，由于黄金基本面当前并未发生实质性改变，导致通胀的赤字和低利率仍将存在，而且中美关系预计在今年 11 月美国大选前也不会出现明显缓和，因此在疫情没有有效控制之前，支撑黄金继续攀升至新高的主要因素仍然成立。高盛周二上调 12 个月金价预估至每盎司 2300 美元，美国银行业甚至预计未来 18 个月金价将达到每盎司 3000 美元的水平。我们认为金价将创下什么水平的历史最高价位，最终将取决于多空双方的力量对决，这背后又受到多种因素的影响。

3.3 原油市场分析：悲观的经济数据导致原油需求前景不乐观，油价窄幅震荡

周五，国际基准布伦特原油（Brent）9 月期货合约结算价上涨 0.36 美元，或 0.84%，收报于每桶 43.30 美元，与上周基本持平，仅微幅下跌 0.09%；美国基准得克萨斯中质原油（WTI）期货合约结算价上涨 0.35 美元，或 0.88%，收报于每桶 40.27 美元，全周累计下跌 2.47%。不过，整个 7 月，布伦特原油仍实现涨幅 5.22%，为连续第四个月上涨；WTI 原油涨幅 2.55%，为连续第三个月上涨。

图 15：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

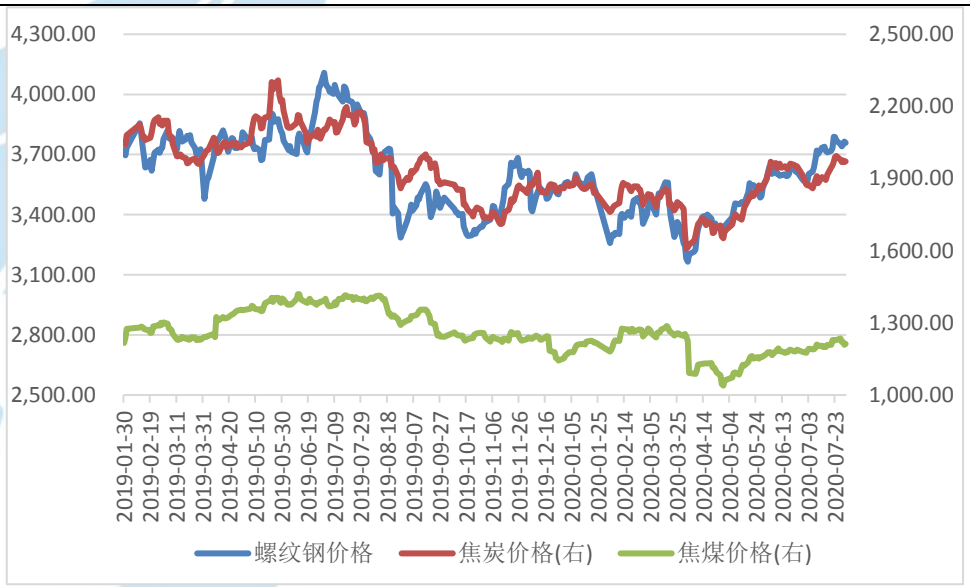
本周五个交易日油价涨跌互现，导致油价承压的因素包括：一是全球新增病例数仍在攀升，部分地区出现二次疫情，这可能阻碍全球经济的复苏，进而影响到原油需求前景；二是本周公布的经济数据很不乐观，美国和欧盟经济出现大萧条以来最严重过的萎缩，疫情已对主要经济体造成实质性破坏。推动油价上涨的因素主要有两个：一个是在疫情趋于恶化下，市场投资者寄希望于政府能够推出更多刺激措施来救助美国经济，有市场消息称，鉴于原救助计划即将到期、救助金即将耗尽，美国参议院共和党人将于近期公布一项新的 1 万亿美元新冠援助计划提案；另一个是数据显示美国原油库存上周出现大幅下降，根据美国能源信息署(EIA)数据，7 月 24 日当周原油库存下降 1061.2 万桶至 5.26 亿桶，这是去年 12 月以来原油库存的最大周降幅。

油价在短期内仍将承压，一方面疫情仍在大面积蔓延，每天全球新增近 30 万病例，日本、澳大利亚、德国、中国等国家部分地区的疫情出现反弹，政府对这些地区重新进行了封锁，这将严重影响原油的需求和投资者信心；另一方面，OPEC+从 4 月开始执行创记录规模 970 万吨/日的减产计划将放松，从 8 月开始全球日产量将增加约 150 万桶，在需求没有大幅改善的前提下，原油供给增加将导致油价上涨的动力不足，预计油价仍在每桶 40-45 美元区间内窄幅震荡。

3.4 黑色产业链分析：需求不足，叠加获利了结，导致黑色价格下跌

本周，螺纹钢 10 期货主力合约结算价较上周每吨下降 11 元，或-0.29%，收报于 3758 元/吨；焦炭价格每吨下降 21.5 元，或-1.08%，收报于 1972 元/吨；焦煤价格每吨下降 16.5 元，或-1.34%，收报于 1212 元/吨。

图 16：黑色系价格均下跌（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

螺纹钢供给端，本周螺纹钢产量 387.59 万吨，较上周增加 4.76 万吨，这是螺纹钢产量连续三周下降后的首次上升；需求端，由于目前正处于淡季，下游需求明显不足，尽管南方雨季逐渐退去，部分地区需求有所恢复，但整体看恢复速度较慢，实际刚需改善仍不理想，预计旺季需求启动仍需要一段时间，这导致本周钢厂和社会库存双双累积。近期国务院常务会议部署进一步扩大开放，稳外贸，稳外资，年中政治局会议强调努力完成全年经济社会发展目标，下半年货币仍保持宽松但边际或转弱，经济复苏预期仍在。因此整体看，短期盘面存调整压力，但底部成本支撑坚挺，回落空间相对有限，预计以

宽幅震荡为主；中期经济复苏以及强基建、稳地产预期仍在，旺季需求有较大概率出现，螺纹钢中期向上态势不变。

焦炭焦煤方面，焦化企业高利润维持供应偏松，多数维持前期开工水平，整体生产积极性高，厂内库存小幅回升。下游钢厂高炉开工率以稳为主，不过由于需求不足利润仍处低位，有继续打压焦企意向，同时部分焦企开始提涨，钢焦企业博弈因此加剧。国内焦煤产量增加，高炉焦炉产量保持高位，焦煤需求旺盛，但下游转为按需采购，补库意愿减弱，导致部分煤矿库存出现累积，价格相对承压。进口方面，海运煤通关难度较大，蒙煤通关已恢复。本周焦煤期价震荡下跌，主要是由于焦煤供需矛盾承压，前期的上涨已充分反应了进口的收紧，在期价出现升水后，也面临部分向下调整压力。中期来看，焦煤将受到下游需求支撑，总体将维持高位震荡状态。

3.5 人民币兑美元汇率分析：人民币兑美元汇率将在双向波动中保持稳定，双向波动幅度预计较大

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.9848，较上周走贬 0.13%。即期汇率报 6.9794，较上周走贬 0.52%。本周，美元指数再下台阶，跌破 93.5，于 7 月 31 日触及 93.44，刷新 2018 年 6 月以来的最低水平。

本周，美联储会议后美元指数暂企稳小升，美联储周三重申，使用“所有工具”支撑美国经济，并将保持近零利率，料美元指数中长期将保持弱势。美联储最新决议，将把紧急贷款计划延长到 12 月 31 日。3 月以来，美联储扩表近 4 万亿美元，预计，中期内美联储难以实质性缩表或加息。虽然美元趋势走弱利好人民币，今年下半年国际形势中也有不利于人民币汇率走势的因素，其中，中美关系仍是最大不确定性变量，若摩擦进一步升级，将加大人民币走贬压力。整体而言，下半年人民币兑美元汇率将在双向波动中保持稳定，双向波动幅度预计较大。

图 17：人民币兑美元汇率中间价走贬



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 18：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。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，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。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。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。