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：避险情绪上升，资金面宽松，债券市场上涨，权益市场下跌（2020.7.20-2020.07.24）

摘要

- **新冠肺炎疫情：全球新冠疫情反弹加速增长，未来或将主要依赖于疫苗，全球经济陷入更大不确定性。**全球新冠疫情继续加速增长和蔓延，目前全球累计确诊病例已近 1600 万，新增病例数连续创下新高，发展态势极不乐观，未来遏制或将不得不依赖于新冠疫苗。疫情对经济的破坏比预期更加严重，一些国家经济可能再次停摆，全球经济复苏受到干扰。美国和欧盟均计划对经济进行新一轮救助，尤其是欧盟达成历史性规模的救助基金，但能否有力挽救仍正在疫情中挣扎的经济，结果还有待观察。

- **资金面及央行公开市场操作：央行本周实现净回笼 6677 亿元人民币， 资金面整体均衡偏宽松，预计资金总体仍维持稳定，跨月压力有限。**因央行逐步增加短期流动性投放以稳定资金面，DR007 面临月中缴准缴税压力上行后企稳回落，中枢处于 2.0%至 2.1%之间，月内资金价格逐步下降，但跨月价格水涨船高。下周是月末最后一周，预计资金总体仍维持稳定，跨月压力有限。

- **利率债：本周各期限债券市场收益率明显下行，短期看收益率仍有一定下行空间，中期需对中长期债券保持谨慎。**本周在摊余成本法债基密集发行，中美争端引发避险情绪上升以及资金面宽松的三大因素影响下债券终于迎来了难得的趋势性的收益率下行行情，特别是 3 年期，5 年期及 7 年期政策性金融债下行幅度更大。短期之内，在市场情绪的影响下预计债券收益率仍会有一定的下行空间，但是中期来看，在渐进改善的基本面，回归常态化操作的货币政策以及稳定汇率的需要的影响下，债券收益率下行空间有限，长期限债券波动预计加大。

- **可转债：受中美摩擦冲击，与权益市场趋势基本一致但相对抗跌，依然具备较高配置价值。**本周权益市场在周五迎来了大幅下挫，大跌的直接事件冲击是中美摩擦导致的外部扰动因素。可转债市场整体来看与权益市场趋势一致但相对抗跌，整体估值变化不大，依然具备较高配置价值。复盘中美贸易摩擦期间的市场表现，预计中美摩擦仅为短期情绪冲击。基于中央提出的“国内大循环、国际双循环”概念，持续看好科技、消费，此外可关注医药生物、券商等板块，并持续关注即将发行和上市的优质新券。

- **权益市场：本周 A 股股指冲高回落，量能萎缩，谨慎情绪开始显现，市场中短期或转入震荡。**上半周连续反弹而下半周快速回落，最终收跌，其中上证综指跌破 3200 点关口以 3196 点报收，全周下跌 0.54%。三大因素冲击市场下挫，一是中美两国互关领事馆，双方摩擦再度升级降低了投资者的风险偏好；二是巨量解禁对高估值的科创板股票冲击开始显现；三是海外市场也有同步调整迹象。上述因素的不利影响尚未结束，如巨额解禁或将持续发酵，并拖累市场。综合看，市场中短期或转入震荡，个股风险加大。高估值下的巨额解禁，投资者应给予重视，规避相关风险；机会上低估值绩优价值股可重点关注；板块方面建议关注可选消费和黄金板块。

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：多重因素推动金价暴涨并逼近历史最高价位，金价突破最高值只剩下时间问题。**黄价本周突破每盎司 1900 元，创下 2011 年 9 月以来的最高水平，十分接近历史高点。疫情加速反弹、中美紧张局势升温、美元持续走软等是导致金价暴涨的主要原因，考虑到以上影响金价上涨的因素短期内不会发生变化，预计金价突破历史最高值只是一个时间问题，金价能够上涨到什么历史水平，则取决于市场多空力量的对比。

- **原油：疫情持续恶化、中美紧张关系升温下，全球原油需求前景受到拖累，油价承压。**近期油价的上涨速度已明显放缓，原因是一方面疫情持续蔓延及部分国家重启封锁措施，使得原油需求前景受到一定拖累；另一方面，中美关系再次恶化，市场不确定性增加，打击了投资者的风险偏好。此外，OPEC+将于下个月开始降低减产力度，加上美国原油产量有所反弹，预计油价将继续在每桶 40-45 美元之间窄幅震荡。

- **黑色产业链：需求改善，叠加成本驱动，黑色产品价格持续上涨。**由于基本面继续改善，黑色产品价格延续了上周的涨势。中国经济正在快速反弹，下游基建、房地产等行业也恢复良好，对螺纹钢需求预期增强，同时铁矿石、焦炭等主要原材料价格保持高位，带动螺纹钢价格上涨。而焦炭价格经过前面三轮提降后本周首轮提涨，焦企利润回升，生产积极性较高，但由于一些地区出台限产政策，市场出现一定供不应求，导致焦炭价格暴涨。焦煤价格则保持稳定，仅小幅上涨。

- **人民币汇率：本周人民币兑美元汇率中间价走贬，预计人民币压力短期会增加，但仍看好中长期人民币汇率。**本周三，国际政治环境有了非常意外的变化，市场对全球稳定的担忧升温，受此影响，人民币汇率快速跳水，并迅速跌破“7”。随着之后两天国际局势再有变化。事态的升级令人民币汇率加速走弱，本周已累计下跌逾 0.15%。虽然国际政治局面仍然不确定，人民币汇率的基本面仍然向好，人民币资产仍有配置价值，预计人民币压力短期会增加，但仍看好中长期人民币汇率。

目录

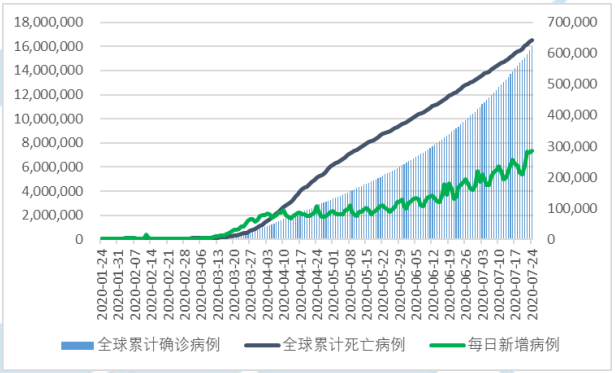
一、 本周重点经济数据分析.....4
1.1 全球疫情形势.....4
二、 固定收益市场分析.....5
2.1 资金面分析.....5
2.2 利率债走势分析.....6
2.3 存单与信用债分析：资金价格回落，各期限信用债收益率均下跌.....8
2.4 可转债分析.....9
三、 主要资产价格分析.....10
3.1 权益市场分析.....10
3.2 黄金市场分析.....13
3.3 原油市场分析.....14
3.4 黑色产业链分析.....15
3.5 人民币兑美元汇率分析.....16

一、 本周重点经济数据分析

1.1 全球新冠疫情反弹加速增长，未来或将主要依靠疫苗，全球经济陷入更大不确定性

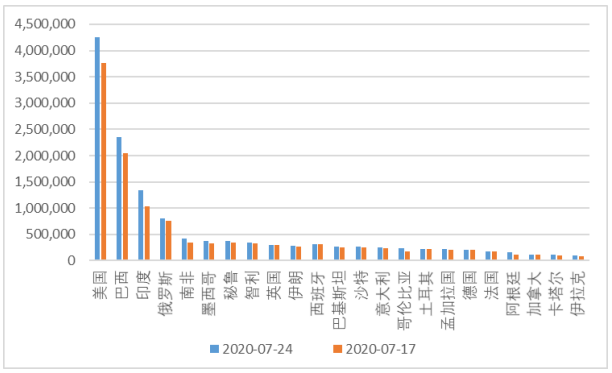
全球新冠疫情继续加速增长和蔓延，据 WIND 统计数据，截至 7 月 24 日，全球疫情累计确诊病例已近 1600 万例，比上周增加约 175 万例，每周新增病例继续上升；累计死亡病例 64.3 万例，增加 4.3 万例。6 月 27 日全球累计病例数才达到 1000 万例，在不到一个月前的时间里，全球病例就增加了约 60%，表明新增病例正在呈加速增长趋势，应该说当前的增长趋势从 5 月份美国在没有控制疫情就提前宣布解封的时候就已经开始了，进入 7 月后增长的速度明显加快，周五更是创下单日新高 28.5 万例。增长最多的国家是美国、巴西、印度、南非，约占总增长数量的三分之二，其中全球疫情最严重的美国已超过 400 万人。目前看全球疫情的发展态势极其不乐观，尽管欧洲和亚洲大部分国家对控制疫情的效果比较好，但美洲、非洲的病例数仍在快速增长，而且澳洲、日本、德国、中国等国家的疫情已经出现了零星反弹，今年将疫情遏制住的可能性正变得越来越小，未来或将不得不依赖于新冠疫苗，但这是有一定风险的。

图 1：全球累计确诊病例近 1600 万，死亡超 64 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 2：23 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

因为疫情反弹一些国家不得不重新采取严格封锁措施，美国较严重的加州、德州等几个州已经暂停商业经济活动的重启计划，澳大利亚墨尔本州、中国大连市和乌鲁木齐市也实行了封城，疫情对经济的破坏比预期更加严重。美国上周首次申请失业救济人数在近四个月来首次出现上升，经季节性因素调整后的首次申请失业救济人数增加 10.9 万人，至 141.6 万人，高于市场预期，表明美国劳动力市场改善正在放缓，美国经济正面临再次停摆的可能性。为了缓解失业群体面临的经济压力，美国国会正在起草新一轮的经济援助方案，计划延长将在 7 月底到期的向获得批准的申请者提供每周 600 美元的额外失业救济，规模可能高达 1 万亿美元，尽管国会两党在救助金额上产生分歧，但我们认为最终达成一致的可能性较大，不过这一援助力度尚不足以帮助美国应对目前的公共卫生和经济危机。

另外，经过连续 5 天的马拉松式谈判，7 月 21 日欧盟 27 国的领导人终于就历史性的巨额新冠复苏计划达成一致，将对受疫情打击的欧盟各国主要是南部国家提供 7500 亿欧元的复苏资金，其中 3900 亿以无须归还方式直接拨款，其余 3600 亿欧元以贷款形式发放。欧盟领导人还就一项超过 1 万亿欧元的长期预算达成一致，该预算将从明年开始持续到 2027 年。研究机构普遍对欧盟此举评价较为积极，认为新举措最终可能深化欧盟的经济一体化，但资本市场并没有对此作出积极反应，当天欧洲主要股指几乎全部下跌，美债收益率下行，金价继续上涨，显然，市场投资者对疫情病例激增更为担忧。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：央行本周实现净回笼 6677 亿元人民币，资金面整体均衡偏宽松，预计资金总体仍维持稳定，跨月压力有限

1）央行的公开市场操作：本周央行净回笼 6677 亿元，创逾五个月单周新高

本周（20 日-24 日），公开市场共有 8277 亿元逆回购、MLF 和 TMLF 到期，央行共计开展 1600 亿元逆回购操作，实现净回笼 6677 亿元，创逾五个月单周新高。7 月 23 日，财政部、中国人民银行开展了 500 亿国库现金定存操作，期限 1 个月，中标利率 2.7%，较上次下降 48BP。下周（7 月 27 日至 7 月 31 日）央行公开市场将有 1600 亿元逆回购到期，其中 7 月 27 日到期 1000 亿元、7 月 28 日到期 100 亿元、7 月 30 日到期 500 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	-500	-300	0	-500	-2000
7 天	1000	100	0	500	0
14 天	0	0	0	0	0
TMLF（投放）366D	0	0	0	-2977	0
MLF（回笼）366D	0	0	0	-2000	0
央行票据 3 个月	0	0	0	0	0
净投放	500	-200	0	-4977	-2000

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：资金面整体均衡偏宽松，月内资金价格不断回落，跨月资金价格逐步上涨

本周，资金面整体均衡偏宽松，因央行逐步增加短期流动性投放以稳定资金面，DR007 面临月中缴准缴税压力上行后企稳回落，中枢处于 2.0%至 2.1%之间，月内资金价格逐步下降，但跨月价格水涨船高。

表 2：本周货币市场利率（%）

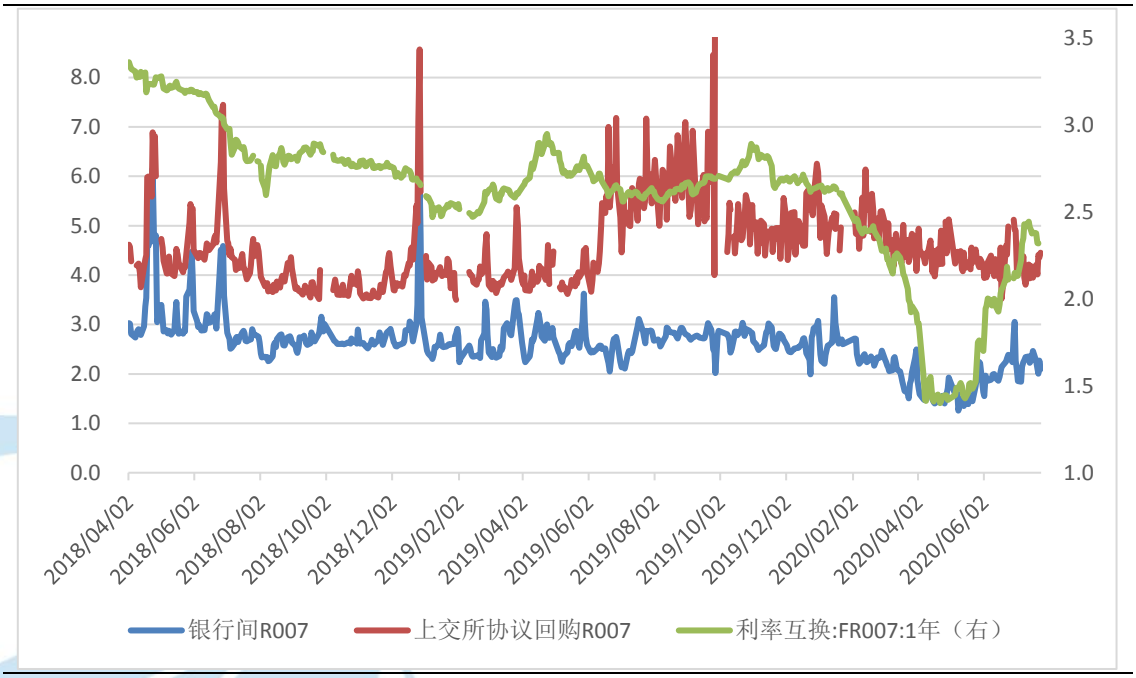
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	1.9733	1.5924	1.3839	1.9132	1.8781
	R007	2.2657	2.1062	2.0026	2.2709	2.0954
	R014	2.5287	2.4327	2.3817	2.4114	2.4367
	R021	1.9818	2.0032	2.1999	2.2868	2.4185
	R1M	2.6316	2.7929	2.4707	2.4415	2.5768
上交所协议回购	206001	4.3250	3.6720	3.6300	3.9270	3.9100
	206007	4.2100	4.0140	4.4060	4.3580	4.4540
	206014	5.3380	5.4140	4.9530	4.6790	4.8090
	206021	4.9990	5.2980	4.4480	4.8890	5.2820
	206030	5.4390	5.5770	5.7100	5.2910	5.8130
利率互换定盘：1Y	FR007	2.3785	2.3200	2.3191	2.3185	2.3100

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：下周是月末最后一周，预计资金总体仍维持稳定，跨月压力有限

本周下调国库定存利率的举措所释放的信号偏中性，国库定存是国库现金管理工作的一部分，主要目的在于盘活财政存量资金和促进实体经济，货币政策意义不强。因此，国库定存中标利率下降并不意味着政策降息。总体而言，在货币政策回归常态框架后，预计后续大概率维持当前的货币政策大方向不变，以稳为主。下周是月末最后一周，预计资金总体仍维持稳定，跨月压力有限。

图 3：本周资金面整体均衡偏宽松（%）



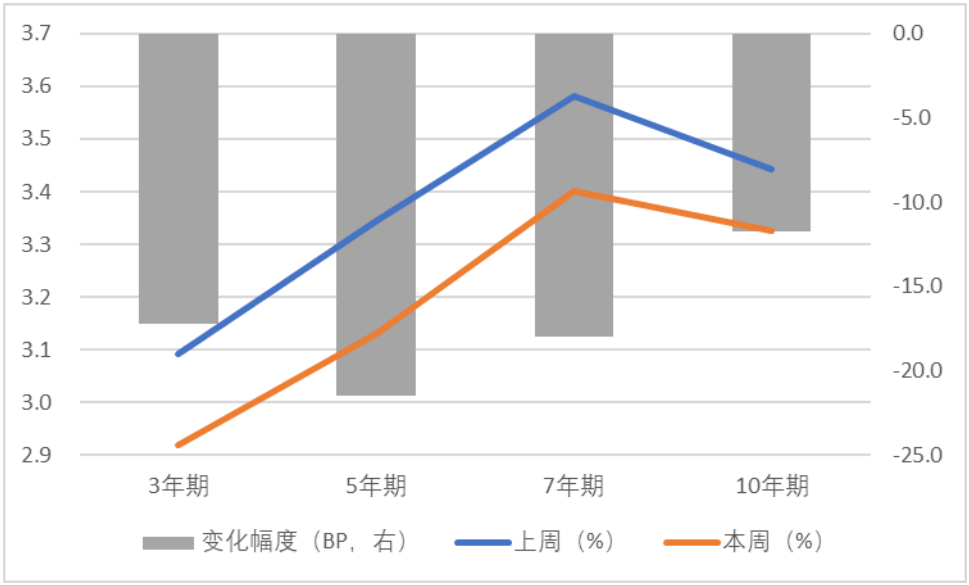
资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析：债券收益率迎来久违的趋势性下行行情，中期仍需关注基本面及货币政策变化

1）利率债走势复盘：避险情绪升温，各期限债券收益率明显下行

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 101.3900，较上周上涨 0.58%。10 年期国债期货主力合约 T2009 价格 99.9850，较上周上涨 0.81%。2 年期国债期货主力合约 TS2009 价格为 100.9650，较上周上涨 0.16%。

图 4：本周各期限收益率明显下行（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

本周债券终于迎来了难得的趋势性的收益率下行行情，特别是 3 年期，5 年期及 7 年期政策性金融债下行幅度更大，此波行情背后逻辑主要为以下三个方面：第一，近期摊余成本法债基集中发行预计将带动中短端政金债的需求，2019 年 11 月还得 12 月摊余成本法债基大量建仓时带动 3 年期国开债收益率大幅下行，而本次获批债基中 5 年期定开债基数量较此前明显提升，因此市场预期这两类期限政金债将有较高配置需求；第二，中美关系再次紧张，带动避险情绪升温，先是 21 日美国政府突然单方面要求中国限时关闭驻休斯敦总领馆，严重违反国际法和国际关系基本准则以及中美领事条约有关规定，作为反击，24 日中方决定撤销对美国驻成都总领事馆的设立和运行许可，紧张的中美关系再次升级，由此引发避险情绪上升；第三，资金面整体维持宽松，税期之后资金面呈现宽松态势，虽然周三小幅收紧，但是整体仍较宽松的资金面为债市多头情绪点燃带来了很大助力。全周，10 年期国债活跃券 200006 下行 9BP 至 2.86%；10 年期国开债活跃券 200205 下行 12BP 至 3.365%。

2）利率债展望：债市多头情绪点燃，短期有望继续推动收益率下行，但是中期需保持谨慎

债市在经历了 4 月底以来的持续调整之后，终于于本周迎来了久违的上涨，短期之内，在市场情绪的影响下预计债券收益率仍会有一定的下行空间，毕竟多头已被连续压制近 3 个月，需要一定程度的释放。前期的周报中我们也提到此前收益率的大幅上涨也不具有基本面的基础，因此收益率重回下行也是必然趋势，但是对于中期的走势，我们仍然维持谨慎，主要需要重点关注以下几个因素：

第一，从基本面来看，下半年经济将继续修复，环比逐渐改善，这会制约无风险利率的下行。下半年国内投资与消费同比增速均有进一步上升空间，国内经济陡斜率修复的趋势或延续。外需方面，随着国外经济活动陆续重启，海外对防疫物资以外的产品需求将逐渐恢复，预计下半年国内出口将继续维持稳定增长格局。

第二，从货币政策来看，下半年货币政策将回归常态化操作，货币政策的重心可能将偏向金融风险防范，货币政策工具将更多的使用结构性工具对中小企业定向支持，下半年短端利率水平的预计将维持或略有回升，很难继续再大幅下行。

第三，从汇率稳定的角度来看，自去年 8 月人民币破 7 以来，人行将汇率稳定的目标重要性提高，在当前疫情仍有不确定性以及中美关系时不时出现摩擦的背景下，维持适当的中美利差有助于提升人民币计价资产的吸引力、缓解资本外流压力。

第四，债市的供给压力仍然较大，7 月特别国债发行结束后，地方债发行将提速。预计 8-9 月每个月的地方债新增供给在 1 万亿左右。在央行的中性的货币政策背景下，加码宽松的意愿减弱，资金面的波动可能会加大。

综上，各期限债券收益率短期仍有下行空间，中期需保持谨慎，预计长久期利率债波动将加大。

2.3 存单与信用债分析：资金价格回落，各期限信用债收益率均下跌

1）一级市场发行：存单发行量较上周上涨，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 7,270.30 亿元，较上周发行量上涨 210%。本周存单到期量为 3,437.40 亿元，较上周到期量上涨 10%。

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 2,157.75 亿元，较上周环比下降 14.38%。

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均下跌，各期限存单收益率均上涨

各期限存单收益率均上涨，1M 存单收益率较上周上涨 2bp，3M 期存单收益率较上周上涨 5.55bp，6M 期存单收益率较上周上涨 3.06bp，9M 期存单收益率较上周上涨 6.84bp。

信用债二级市场方面，信用债各等级及各期限收益率均下行，AAA 级 1 年期、AAA 级 3 年期、AAA 级 5 年期较上周分别下跌 9.87bp、下跌 18.60bp、下跌 20.23bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别下跌 10.87bp、下跌 18.60bp、下跌 21.23bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别下跌 15.87bp、下跌 16.60bp、下跌 25.62bp。

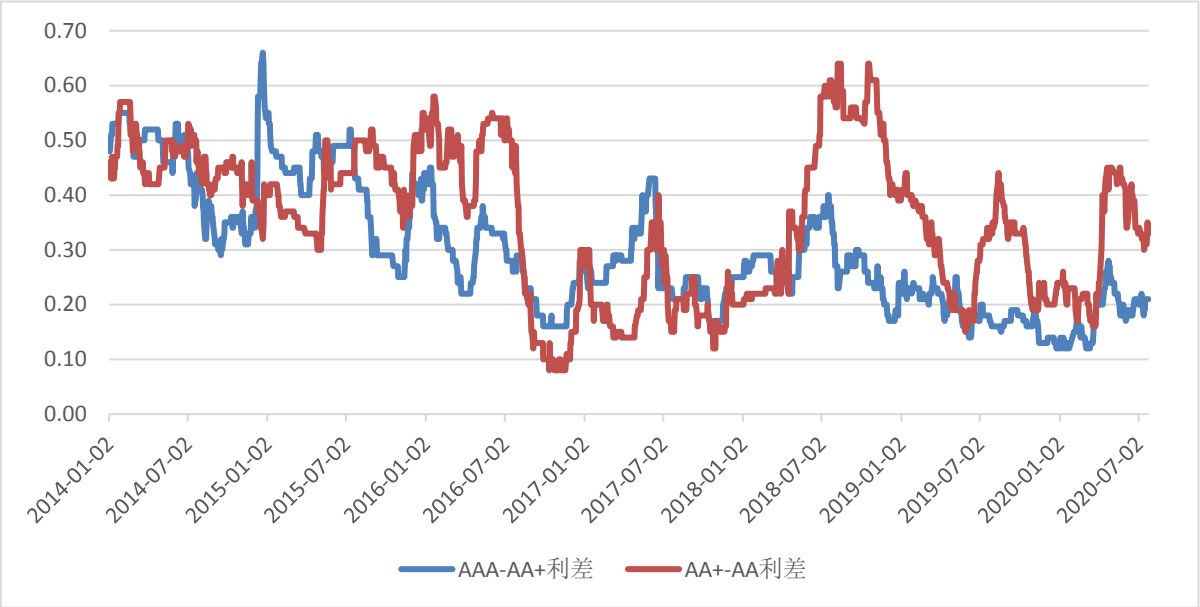
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	2.856	11.50%	-9.87
信用债(AAA):3 年	3.4317	20.70%	-18.60
信用债(AAA):5 年	3.753	21.90%	-20.23
信用债(AA+):1 年	3.036	11.20%	-10.87
信用债(AA+):3 年	3.642	20.60%	-18.60
信用债(AA+):5 年	4.033	21.50%	-21.23
信用债(AA):1 年	3.316	12.30%	-15.87
信用债(AA):3 年	3.972	19.50%	-16.60
信用债(AA):5 年	4.413	17.00%	-25.62

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，中低评级信用利差走阔，AAA 与 AA+信用利差较前周无变化，仍为 21bp，AA+和 AA 之间的利差较前周走阔 2BP 至 33bp。

图 5：中低评级信用利差走阔（%）



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：受中美摩擦冲击，与权益市场趋势基本一致但相对抗跌，依然具备较高配置价值

1）可转债的走势复盘：权益市场受中美摩擦冲击下挫，转债市场趋势一致但相对抗跌

本周权益市场前两个交易日持续上涨，周三午间开始回调，周五更是迎来了大幅下挫，大跌的直接事件冲击是中美摩擦导致的外部扰动因素，但背后更深层次的原因应该还是前期部分个股涨幅较大估值较高，本来就有调整的需要，外部事件成为了一个出口。上证指数本周下跌 0.54%，深证成指本周下跌 1.37%，创业板指本周下跌 1.30%，中小板指本周下跌 2.34%，权益市场本周总体呈现下跌行情。可转债市场本周表现稍强于权益市场，本周上证转债上涨 0.47%至 320.19，深证转债上涨 0.47%至 260.20，中证转债上涨 0.45%至 360.92，整体来看与权益市场趋势一致但相对抗跌。其中，同德转债、艾华转债、金禾转债、红相转债、上机转债等涨幅居前，联泰转债、盛路转债、晶瑞转债、模塑转债、国轩转债等跌幅居前，与正股涨跌情况基本一致。一级方面，本周有九只新债发行，分别是中金转债、沪工转债、苏试转债、花王转债、淳中转债、航新转债、紫银转债、兴森转债、国投转债；四只转债于本周上市，分别是道恩转债、胜达转债、瑞达转债、雪榕转债。

从近五年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，本周转股溢价率小幅回弹，隐含波动率依然处于震荡区间，本周转债市场整体估值变化不大，依然具备较高的配置价值。

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：预计中美摩擦仅为短期情绪冲击，基于“国内大循环、国际双循环”概念持续看好科技、消费

中美摩擦带来的外部扰动是市场在本周后半段时间出现大幅调整的直接原因。7 月 21 日美方单方面挑起事端，突然要求中方在 24 日下午 4 点之前关闭驻休斯敦总领事馆。7 月 24 日上午，中国外交部通知美国驻华使馆，中方决定撤销对美国驻成都总领事馆的设立和运行许可，并对该总领事馆停止一切业务和活动提出具体要求。而随着中美两国之间的外部摩擦逐渐升级，A 股市场也随之出现了显著的回调。

复盘中美贸易摩擦期间的市场表现，A 股市场对贸易摩擦的反应经历了从“谈虎色变”到逐渐脱敏的一个过程，贸易摩擦带来的影响最终也渐渐体现为一种短期情绪上的冲击。中美贸易摩擦无疑是 2018 年 A 股熊冠全球的重要推手，但是这一过程 A 股市场对贸易摩擦的反应是在渐渐钝化，从贸易摩擦最开始的大跌到之后的小跌。随后进入 2019 年虽然贸摩擦依然反复，但影响 A 股市场走势的核心因素基本上已经由贸易摩擦切换至了流动性因素，此时贸易摩擦带来的影响也多为短期上的情绪冲击。

此外，在外部环境日趋复杂的背景下，5 月底以来中央在政策端已提出要逐步形成以国内大循环以及国际双循环相互促进的新发展格局。其实国内大循环、国际双循环概念在今年 5 月底就已提出。随后在 7 月 21 日总书记再次强调要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。对应到转债行业布局方面，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。

三、 主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：中短期或转入震荡，关注可选消费和黄金板块

1） 权益市场走势复盘--股指冲高回落 谨慎情绪显现

市场本周冲高回落：上半周连续反弹而下半周快速回落，最终小幅收跌。其中上证综指反弹至 3381 点后遇阻，周五再现大跌并跌破 3200 点关口以 3196 点报收，全周下跌 0.54%；同期深圳成指和创业板指分别下跌 1.37%和 1.30%。量能方面，两市合计成交 6.08 万亿元，环比上周萎缩近两成。

盘面上，上半周股指震荡反弹，军工、生物医药等板块表现活跃；下半周受中美摩擦再度升级、科创股解禁后大量减持公告等的影响，股指大幅回落，周五各大股指创出近期回落新低，创业板指盘中跌幅一度超过 6%，个股普遍大跌，恐慌情绪再现。量能环比明显下降，投资者交易热情受挫。总体来看，市场谨慎情绪开始显现。

图 7：股指冲高回落量能萎缩 谨慎情绪开始显现



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下跌，道指本周周跌 0.76%，报 26469.89 点，纳指报 10363.18 点，本周周跌 1.33%，标普 500 指数报 3215.63，本周周跌 0.28%。道指结束此前三周连涨的态势。美股下跌的原因包括国际形势紧张、美国失业人数上升，以及美国新冠病例激增。

本周公布的美国申请失业救济的人数近四个月来首次上升至 140 万人，因一些州因冠状病毒大流行而取消了重新就业。申请失业救济的人数维持在历史高位，暗示裁员人数仍在上升，劳动力市场的复苏正在降温。科技股周四与周五连续两日对美国三大股指造成了最大的压力，受科技类权重股大幅下跌影响，周五美股全线收跌，其中英特尔收盘暴跌 16%，美国国债收益率降至历史低位、美股防御板块跑赢大盘、美股投资者投资情绪过热同时出现，与 2 月下旬的情况惊人相似，预计接下来美股将开始回调。

图 8：美股三大股指均下跌



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

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

三因素冲击市场。一是中美摩擦的升温降低了投资者的风险偏好。近期美国无正当理由单方面宣布关闭中国驻休斯顿领事馆，为应对美国的无理打压，中国宣布关闭美国成都领事馆，中美摩擦再度升级。7月以来美国内部新冠疫情日益严重而总统大选临近，特朗普为转移国内矛盾不断甩锅中国，在连任压力下未来或将延续甩锅行为。中美关系短期不确定性增加使得市场避险情绪快速升温，陆股通周五北向单日净流出资金达144亿元。

二是巨量解禁对高估值的科创板股票冲击开始显现。首批上市科创板公司原始股于周三7月22日解禁，周四晚间大量高比例减持公告开始发布。如西部超导公告，中信金属、深创投、陕西成长新兴及陕西成长新材料等四个原始股股东拟合计最高减持公司股份达总股本的14%，拟减持数量甚至大大超过了公司在解禁前仅不足总股本比例10%的流通股数量。短期内大量的解禁股抛售随即对公司二级市场股价造成强大冲击。周五该股跌幅超过10%，且从大形态上出现了平台破位式下跌，后期继续下跌的风险凸显。

三是海外市场也有同步调整迹象。周四受美国失业率数据超出预期影响，美股明显调整，纳指跌幅超过2%。科技龙头微软公司因季报云业务收入增速放缓当日大跌逾4%，特斯拉虽季报再度盈利却股价高开低走大跌5%，英特尔季报对三季度展望低于预期周五下跌16%。美国核心科技股的下挫预示着美股步入调整的风险正在加大。

上述因素综合发酵导致周五A股大跌。展望后市，这些不利因素尚未结束，某些因素的影响才刚刚开始显现，如巨额解禁股对相关个股的冲击尚未得到充分反映，后续还将持续发酵，并预期会拖累市场情绪。

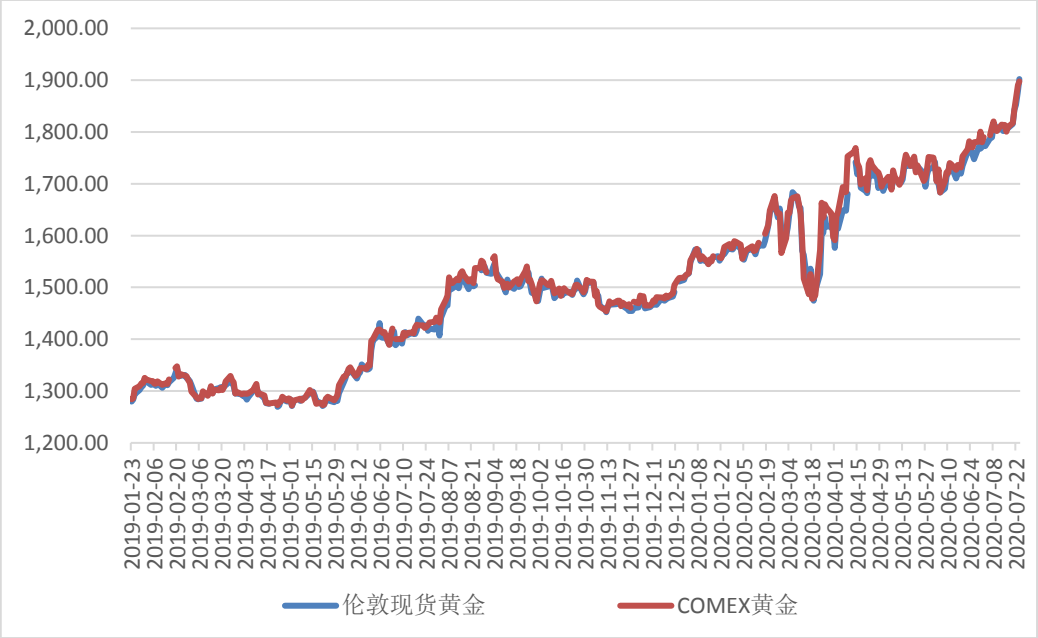
有利的一面是，国内经济延续复苏态势、大概率持续宽松的流动性环境将继续对整体市场构成较强底部支撑。受出口大超预期，房地产、基建强劲反弹等支撑，六月份和上半年主要经济数据超出了市场预期，经济回暖势头较好。下半年中共中央政治局会议即将召开，引导国内经济内循环、扩大内需等政策有望提高经济复苏的韧性。货币政策方面，近期央行在边际上略有收紧，为未来的宽松储备了更大空间，后续进一步收紧概率较小。此外，从市场内部看，权重蓝筹估值普遍处于历史低位，业绩在经济恢复的大背景下展望向好，有望成为大盘的稳梁柱。

综合而言，市场中短期或转入震荡，个股风险将加大。高估值下巨额解禁的风险，投资者应给予重视，规避相关风险；指数转入震荡，个股普涨结束，资金或再度聚焦到业绩良好的优质公司，低估值的绩优价值股可重点关注；板块配置方面，建议关注可选消费板块投资机会，同时中美关系趋于紧张，可以关注黄金板块投资机会。

3.2 黄金市场分析：多重因素推动金价暴涨并逼近历史最高价位，金价突破最高值只剩下时间问题

周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日大涨 23.7 美元，或 1.27%，收报于 1902.1 美元/盎司，全周累计暴涨 5.24%；美国 COMEX 黄金期货结算价上涨 7.5 美元，或 0.4%，收报于 1897.5 美元/盎司，全周累计暴涨 4.42%。本周上涨后，金价创下 2011 年 9 月以来的最高水平，已十分接近当时创下的 1920.30 美元/盎司的历史高点。

图 9：现货金价格涨破 1900 美元（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

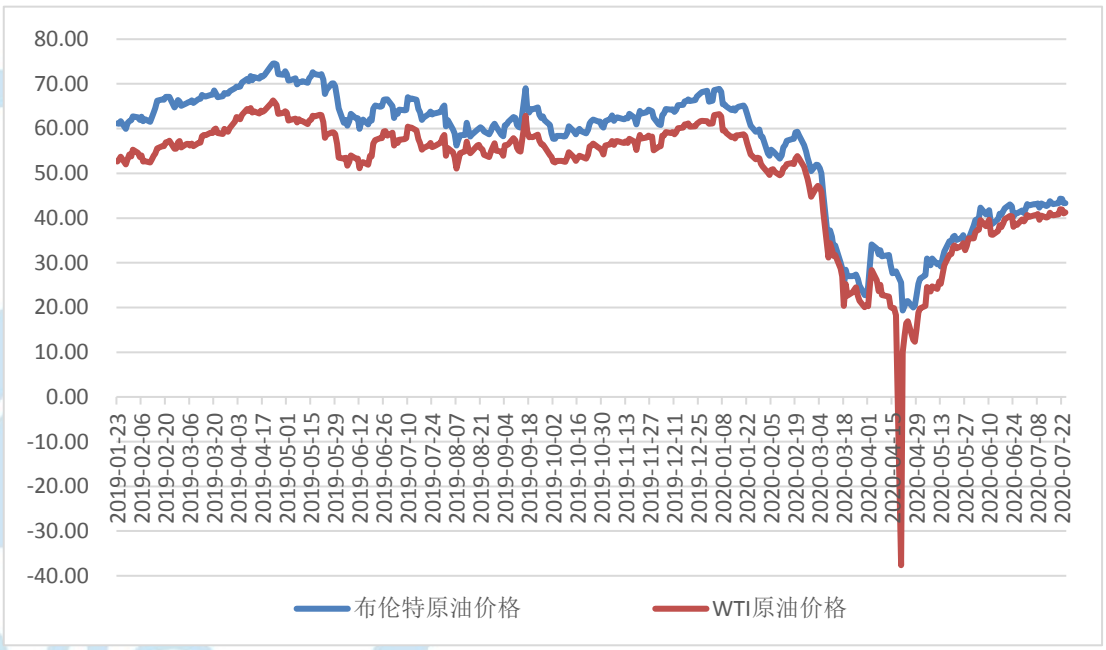
受中美贸易摩擦和新冠疫情等因素的影响，金价从 2019 年 5 月的不到 1300 美元/盎司一路上涨到目前 1900 美元/盎司左右的水平，一年多的时间里累计涨幅近 50%，今年以来金价上涨约 25%。本周投资者避险情绪明显增加，并开始大量买入黄金（期货），从而推动金价大幅上涨，现货金的价格甚至超过期货金，我们认为金价暴涨的原因主要有以下四点：一是疫情持续爆发，没有看到放缓的迹象，美国、巴西等国家新增病例数正在激增，同时澳大利亚墨尔本、日本东京、中国新疆和香港等部分地区疫情出现反弹，投资者担忧来之不易的经济复苏可能再次受到冲击；二是中美紧张局势再次升级，美国周三下令中国关闭驻休斯敦总领馆，这一前所未有的举措令本已恶化的中美关系进一步升级，中国周五也进行了回击；三是美元持续走软，本周美元连续 5 个交易日下跌，美元指数从 96.0723 跌至 94.3456，跌幅 1.74%，并跌至近两年低位；四是周二欧盟特别峰会为应对疫情影响达成了一项历史性的复苏基金计划，规模高达 7500 亿欧元，这项计划不仅没能拉动市场价格上扬，欧洲主要股指几乎全部下跌，反映出投资者担忧经济受到疫情影响较预期更加严重。

美国总统特朗普为了大选需要和拉高选民支持率，正在从全方位对中国进行施压，导致双方紧张关系不断升级，预计这种对抗局面将持续到美国 11 月大选前后。同时疫情持续爆发，从当前发展情况看疫情到达顶峰仍有较长一段时间，因此疫情对经济的破坏程度将加大，美国政府正在与国会讨论为经济提供更多的支持,计划向市场提供约 1 万亿美元的经济救助,美联储也计划维持零利率水平并加大债券购买规模。市场不确定的增加必将导致投资者避险情绪增加，从而推升金价继续上涨。此外，美元连续两个多月来的疲软，持续多年的美元强势趋势已发生反转，美元贬值也将进一步推升金价。我们预计金价极大可能将在短期内突破历史最高值，并创下下一个十年的最高标准基点。

3.3 原油市场分析：疫情持续恶化、中美紧张关系升温下，全球原油需求前景受到拖累，油价承压

周五，国际基准布伦特原油（Brent）9 月期货合约结算价上涨 0.03 美元，或 0.07%，收报于每桶 43.34 美元，全周累计微涨 0.46%；美国基准得克萨斯中质原油（WTI）期货合约结算价上涨 0.22 美元，或 0.54%，收报于每桶 40.29 美元，全周累计涨幅 1.72%。

图 10：国际油价在 40-45 美元之间窄幅震荡（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

近期油价的上涨速度已经明显放缓，连续一个月在窄幅区间内震荡，油价受到承压，主要原因是：一方面，自 6 月下旬开始全球疫情加速蔓延，美国、巴西、印度等三个国家疫情新增病例数仍创下新高，当前累计确诊病例已超过 1500 万例，人们担忧经济的复苏步伐将放缓，原油需求前景因此受到拖累，上周美国初请失业金人数意外上升，为近四个月来首次，表明美国劳动力市场陷入停滞，这是经济再次陷入衰退的重要领先指标之一；另一方面，中美关系继续恶化，美国周三突然下令关闭中国驻休斯敦总领事馆，导致中美紧张关系急剧升级，中国周五对此作出反击，考虑到中美两国在全球各个领域的重要地位，中美对抗的升级增加了市场的不确定性。导致疫情对经济和贸易的不利影响雪上加霜，也拖累了原油需求恢复的前景预期。此外，沙特、俄罗斯等 OPEC+主要产油国按照达成的一致意见有意从下个月开始放松原油产量，也对油价产生了一定的压力。不过也有利好消息，本周疫苗研发进展顺利的各种消息陆续传出，且欧

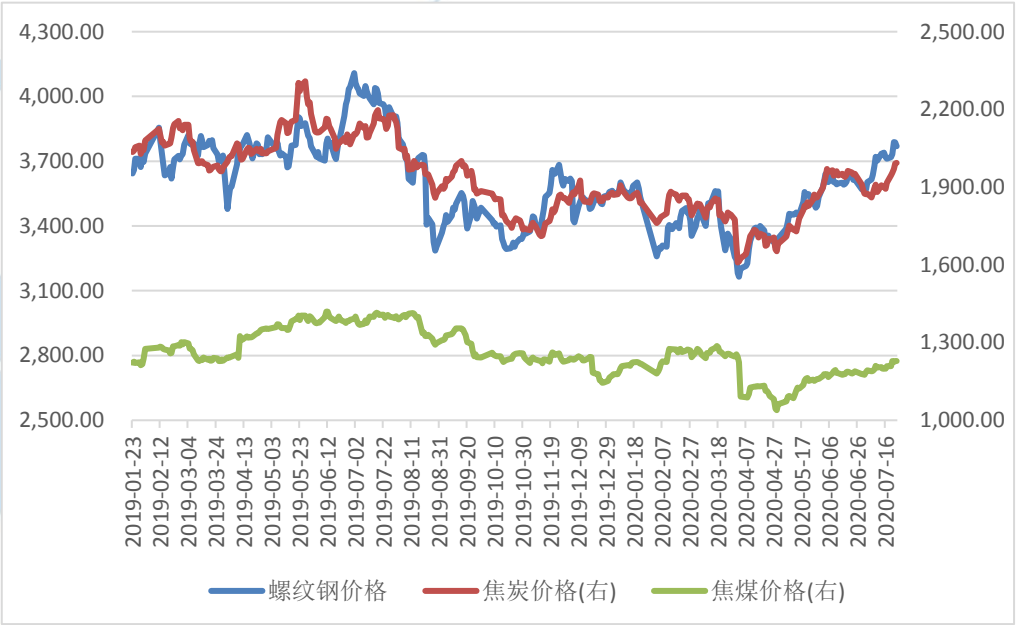
盟特别峰会经过艰苦谈判最终达成一项 7500 亿欧元的复苏基金，以有力支撑遭受疫情打击的经济，这对油价具有一定提振作用。

中美紧张关系或将一直持续到 11 月美国大选前后，尽管爆发战争这种极端情况的可能性不大，但中美之间在政治、外交、经贸、科技等各领域的对抗将持续存在，部分领域的对抗甚至可能会大幅升级，而且疫情在较短时间内难以被遏制，世界卫生组织认为疫情在今年结束的可能性不大，所以抑制油价上涨的因素都不会消失，或者发生明显反转。从目前效果看，OPEC+稍早前达成的 8 月份开始生效（即下周六）的新减产协议对油价产生的影响也十分有限，预计油价仍将在每桶 40-45 美元的窄幅区间内持续震荡一段时间。

3.4 黑色产业链分析：需求改善，叠加成本驱动，黑色产品价格持续上涨

本周，螺纹钢 10 期货主力合约结算价较上周每吨上涨 58 元，或 1.56%，收报于 3769 元/吨；焦炭价格每吨上涨 77 元，或 4.02%，收报于 1993.5 元/吨；焦煤价格每吨上涨 20 元，或 1.65%，收报于 1228.5 元/吨。

图 11：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

由于基本面继续改善，黑色产品价格延续了上周的涨势。宏观整体面上，上周公布的经济数据显示，不仅二季度 GDP 增速超预期反弹，而且基建、房地产等行业数据也表现较好，投资者预期未来经济将继续反弹，经济步入正规的可能性加大，也提升了投资者的信心。需求端，南方地区已持续一段时间的暴雨开始有所缓解，市场出货意愿增强，现货交易量上升，部分受暴雨影响的基建项目计划准备开工，下游对螺纹钢需求预期增强；供给端，由于焦炭、铁矿石等原材料成本不断在涨，焦炭之前已有数轮提涨，铁矿石价格近期处于高位，上周价格更是上升至阶段性高点，这抑制了钢厂对原材料的采购需求，影响到钢厂螺纹钢的产量，我们看到 7 月份以来，钢厂螺纹钢产量一直在下降，同时螺纹钢总库存（厂库+社库）从上个月中旬开始上升，因此原材料成本的提升必然传导至下游产成品的价格上，这是螺纹钢价格连续四周上涨的主要原因。

焦炭焦煤方面，部分地区如山西晋中的焦化企业经过前面三轮提降后本周开始对焦炭价格进行首轮提涨，同时焦炭的主要生产原材料焦煤的价格保持较为稳定的状态，企业利润有所好转，焦化企业自身开工动能充足，本周焦企开工率较上周提高，尽管焦化厂的焦炭库存仍在增加，但增幅已明显减少。不过导致本周焦炭价格大涨的主要原因还是受山东以煤定焦政策、河北以钢定焦政策的影响，焦企限产范围逐步扩大，滨州、菏泽地区焦企限产幅度高达 30%-50%，其他地区焦企也有不同程度限产，这直接影响到焦炭的供给减少，叠加需求有所回升，导致焦炭价格上涨较多。近期焦煤价格连续小幅上涨，一方面，澳煤进口政策仍没有放松，国内焦煤生产主要是依靠自产煤炭以及部分来自外蒙的进口煤炭，这对焦煤价格产生提振作用；但另一方面，下游焦化企业对焦煤的需求仍然按需采购，采购意愿不强，最近焦化企业打压焦煤的意愿开始增强，使得焦煤价格承压运行。

3.5 人民币兑美元汇率分析：因中美关系紧张，人民币压力短期会增加，但仍看好中长期人民币汇率

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.9938，较上周走贬 0.15%。即期汇率报 7.0162，较上周升值 0.23%。

本周周三，国际政治环境有了非常意外的变化，市场对全球稳定的担忧升温，受此影响，人民币汇率快速跳水，并迅速跌破“7”。随着之后两天国际局势再有变化。事态的升级令人民币汇率加速走弱，本周已累计下跌逾 0.15%。虽然国际政治局面仍然不确定，人民币汇率的基本面仍然向好。一是疫后国内经济逐步恢复，成为稳定人民币汇率的核心基本面因素。无论从整体对疫情的防控，还是经济恢复的程度，中国都走在全球前列。IMF6 月公布的《全球经济展望》中，将中国列为了唯一可能实现正增长的主要经济体。中国经济复苏的相对优势凸显，成为人民币汇率的核心支撑。二是全球流动性充裕，叠加人民币资产明显的估值优势，海外资金仍有持续流入的动力。为对冲疫情冲击，全球央行实行了大力度的货币宽松政策，美联储在近 4 个月内总资产规模增长了 2.6 万亿美元，全球市场流动性非常充裕。而我国货币政策始终相对克制，避免了“大水漫灌”。目前，我国 10 年期国债收益率维持在 2.9%左右，而美国 10 年期国债收益率则不到 0.6%，以此衡量的中美利差维持在 230 个基点的高位。人民币资产具备明显的估值优势。因而，流动性充裕叠加经济复苏下的风险偏好回升，推动海外资金加速流入我国资本市场，将成为稳定人民币汇率的重要力量。综上分析，人民币压力短期会增加，但仍看好中长期人民币汇率。

图 12：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 13：美元指数持续回落



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

近期大类资产配置建议

表 4：大类资产配置建议表

大类资产	分项	配置	策略
权益	红利价值（高股息）	超配	全球市场进入无限制宽松格局。国内央行为支持实体经济不断引导市场利率下降，债市收益率也随之不断下行；利率不断走低背景下，红利价值型公司（高股息个股）吸引力不断加大；将受益于市场从成长风格向价值风格切换的投资机会。港股股息率在全球领先，并显著高于 A 股股息率。维持超配。A 股重点关注低估值水平的消费公司，以及低估值的金融地产等行业龙头；H 股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	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，业绩平稳可期、股息率高企，在市场资金利率不断走低的背景下，长期配置价值更加明显；国内金融开放持续推进，金融供给侧改革不断深入，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，短期上调为超配。
	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，可望获得持续的高成长；年初市场情绪驱动下，优质科技股估值偏高。维持标配，重点关注具备核心技术实力的硬核科技公司。
	消费	标配	消费已成为国内经济增长的核心驱动力，大消费是最具持续性增长的领域；随着国内居民收入提升，达到或接近中等发达国家水平，购买力逐步释放，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；面对全球疫情扩散下的外需压力，内需刺激政策更显迫切性，利好消费板块。部分消费股受到市场追捧，资金涌入过于拥挤，短期估值提升过快一定程度上透支未来空间。适当注意部分公司估值隐忧，调整为标配。
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。