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：（2020.7.13-2020.07.17）

金融市场分析周报　　2020 年 7 月 20 日

摘要

- **新冠肺炎疫情：新冠疫情新增病例激增，未来全球经济增长存在很多变数。**全球疫情累计确诊已超过 1400 万，死亡病例近 60 万。疫情新增病例进入七月以来出现创纪录增长，主要来自于美国、巴西、印度和南非，其中美国每日新增已接近 8 万，创下全球纪录新高。从公布或预测的二季度经济数据看，中国经济已经从一季度大幅反弹，但其他国家尤其是欧美国家受疫情冲击较为严重，大多数国家 GDP 同比增长萎缩 10%以上，环比折年萎缩 30%以上。当前疫情仍在美国、巴西等国家快速蔓延，且无法预测疫情结束时间，未来全球及各国经济发展仍面临较多不确定性。

- **宏观经济数据：中国二季度经济呈“V 型”反弹，全球表现一枝独秀，各项经济数据均超出市场预期。**在复工复产、政策发力等因素作用下，二季度 GDP 同比超预期增长 3.2%，远高于一季度的-6.8%。规模以上工业增加值、消费、投资、进出口等各项经济指标的恢复也超出市场预期，失业率也有所改善，供给端的表现整体要好于需求端，出口表现可圈可点，尽管消费和投资同比仍下降，但降幅已明显收窄。尽管疫情已基本遏制，但当前经济仍受到疫情影响，主要表现为由于对经济的担忧，国内消费和投资需求仍然不足，同时海外疫情蔓延，外部需求仍然疲软，出口主要依靠防疫物资的支撑。后半年预计政策或将在内需上发力，通过各项政策刺激消费、拉动政府和民间投资，预计全年经济增长率或在 2%左右。

- **重要事件点评：银行间与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作。**2020 年 7 月 19 日，人民银行、证监会联合发公告〔2020〕第 7 号（本文简称“第 7 号公告”），同意银行间与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作。这一打破市场分割的改革举动是贯彻落实全国金融工作会议关于推进金融基础设施互通互联的要求，进一步也是 4 月 9 日国务院发布的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》的后续细化举措之一。

- **资金面及央行公开市场操作：　央行本周实现净投放 5300 亿元，资金面持续收紧，资金价格不断上涨，**本周资金面持续收紧，主要原因在于，一是 5 月底以来央行持续回收流动性，银行超额准备金率持续下降。二是 7 月是每年缴税大月，每年 4 月、7 月及 10 月的缴税对资金面的扰动较其他月份都高一些。三是 7 月份特别国债及地方债，发行缴款。虽然央行本周加大公开市场投放力度，但是对冲力度仍然有限。预计下周初税期走款结束后，流动性偏紧状况将有所好转，短期资金价格有望维持平稳。

- **利率债：股市对债市影响边际转弱，预计债券收益率震荡下行，但空间有限。**A 股连续三个交易日调整，债券市场终于迎来喘息机会，7 月以来的债券市场走势几乎完全取决的权益市场，随着权益市场情绪降温，权益市场对债券市场的影响边际转弱，无论是“股债跷跷板”效应还是基金赎回的压力，对债市的冲击都是暂时的，而债市最终的演绎还是要回归基本面。相比去年底，当前基本面更弱、资金利率低 30bp、中美利差更大，对基本面、资金面等基本实现了充分定价，未来一段时间在市场缺乏新增利空的情况下，债市预计将震荡下行，但是下行空间有限。

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：受权益市场带动转债市场震荡下跌，估值小幅压缩，配置价值提升。**本周权益市场于周一创出这波行情的高点后一路下滑，周四大跌后周五缩量震荡冲高回落。可转债市场本周表现也不尽人意，但整体来看表现较权益市场抗跌。目前，无论是权益还是转债，所面临的市场环境，相较于 2014 年而言都存在一些差异，市场资金偏好有业绩支撑的科技龙头、大消费龙头。经历了 5 月和近一周的估值压缩后，转债整体估值水平偏低，配置价值提升，建议关注科技、消费、医药生物、券商等板块。

- **权益市场：本周市场大幅动荡，主要股指冲高后快速回落，上证综指全周下跌 5%，大跌之后市场情绪有所下降。**近期中美关系趋紧也对投资者信心造成一定影响，但二季度经济数据较好，国内宏观经济延续恢复态势，对市场构成有力支撑。综合而言，市场短期或以震荡为主，而中长期震荡上行趋势并未改变。可保持相对积极的投资策略，战术上注意规避科创板巨额解禁、结构性估值泡沫和中报业绩超预期下滑带来的局部风险。机会上，资金或再度聚焦到业绩良好的优质公司，持续看好绩优价值和核心成长。板块配置方面，建议关注可选消费板块投资机会。

- **黄金：金价已站稳于 1800 美元以上，但继续上涨面对阻力。**疫情持续蔓延、新增病例激增、美元连续贬值仍是支撑金价上涨的主要原因。不过金价涨至 1800 美元之后，也面临不少上涨压力。一是对金价看多的投资者正在减少，多头持仓量减少。二是股市上涨以及白银等其他替代投资资产的价格不断上升，且涨幅大于金价，降低了黄金的吸引力。三是人们对疫情越来越不敏感。未来可能进一步推高金价的因素包括：疫情出现结构性严重恶化、美元持续贬值、美国采取更多的经济刺激措施。

- **原油：疫情人数激增但美国原油库存骤降，一好一坏，油价涨跌不一。**布伦特原油下跌 0.23%，美国 WTI 原油上涨 0.1%。供需基本面一直是影响原油价格变动的根本因素。疫情加速蔓延增加对经济恢复的担忧，进而影响到对燃料需求的预期，同时 OPEC+计划 8 月份开始缩减减产规模，市场预期未来原油供给将增加，导致油价本周涨幅不及前几周。综合考虑，未来油价难以有大幅度上涨的可能性，预计油价短期内将维持在每桶 38-45 美元之间。

- **黑色产业链：供需基本面几无改善，黑色系价格涨幅不大。**受连续两天释放政策降温信号影响，整体市场风险偏好有所下降，股市出现大幅回调，螺纹钢盘面价格小幅震荡，上涨幅度不大，但中期仍存在一些利好因素，专项债或将在下半年有效拉动基建投资。本周焦炭价格上涨更多的是对之前价格大幅下跌后的一个补涨，由于下游需求不足，实际上贸易商行为较谨慎，短期焦炭市场继续承压运行。焦煤近期供需平稳，需求保持旺盛，价格则相对比较稳定。

- **人民币汇率： 本周人民币兑美元中间小幅下调。**持续改善向好的经济基本面，中美利差扩大，美元指数弱势，几大因素维持人民币兑美元汇率在 7 左右震荡徘徊，维持着偏强的格局。短期看，人民币汇率仍有望维持偏强格局，但人民币汇率不具备大幅走强的基础，从中长期来看，人民币将会保持双向弹性。人民币调节外部冲击能力增强，央行货币增发配合需求扩张，最终维持了人民币对外及对内的价值稳定。如果疫情在下半年仍旧困扰全球经济发展，不排除各国加码货币宽松政策。届时，全球性通胀预期情绪可能会促使流动资金涌入人民币资产市场，为人民币汇率提供支撑，预计年内人民币汇率会在 6.9 至 7 之间波动。

目录

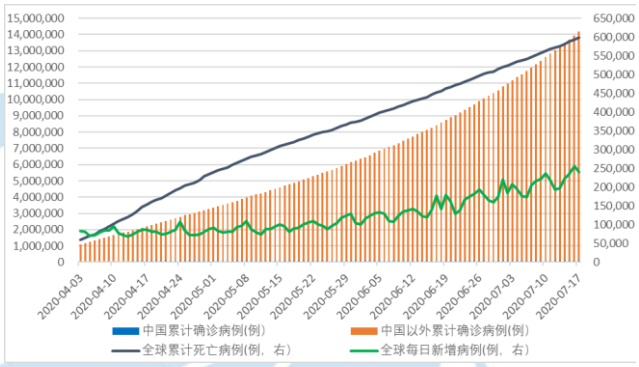
一、 本周重点经济数据分析 4
1.1 新冠疫情形势 4
1.2 二季度经济数据 4
1.3 银行间与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作 10
二、 固定收益市场分析 10
2.1 资金面分析 10
2.2 利率债走势分析 12
2.3 存单与信用债分析 13
2.4 可转债分析 14
三、主要资产价格分析 16
3.1 权益市场分析 16
3.2 黄金市场分析 18
3.3 原油市场分析 19
3.4 黑色产业链分析 20
3.5 人民币兑美元汇率分析 21

一、 本周重点经济数据分析

1.1 新冠疫情新增病例激增，未来全球经济增长存在较多变数

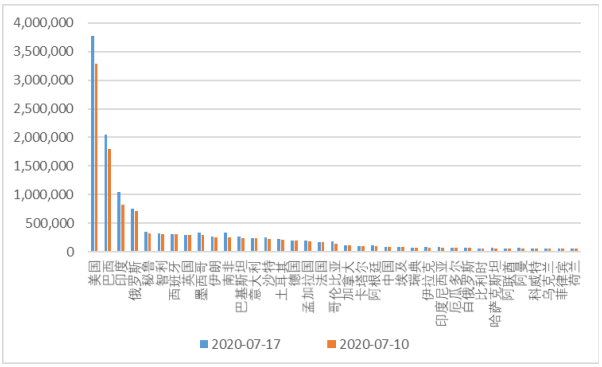
全球新冠疫情新增病例数激增。据 WIND 统计数据，截至 7 月 17 日，全球疫情累计确诊病例 1418 万例，比上周大幅增加约 156 万例，连续创下单周新高；累计死亡病例 59.9 万例，增加 3.6 万例。疫情新增病例数从 6 月中旬开始呈加速增长趋势，尤其是进入 7 月以来更是创纪录增长，其中增幅最大的国家是美国、巴西、印度和南非。疫情最严重的美国确诊病例超 377 万例，较上周飙升 47.8 万例，近期每天新增病例连续创下新高，周四新增 7.8 万例，为疫情爆发以来所有国家单日新增最多的一天。美国佛罗里达州、德克萨斯州、加利福尼亚州的疫情最为严重，这些州已经为应对疫情重新实施了部分封锁隔离措施。位居第二的巴西累计确诊超 200 万例，较上周新增 24.8 万例。印度确诊 104 万例位居第三，新增 21.8 万例。此外南非也新增较多，较上周增加了 8.7 万例。

图 1：全球累计确诊病例逾 1418 万，死亡近 60 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 2：39 个国家超过 5 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

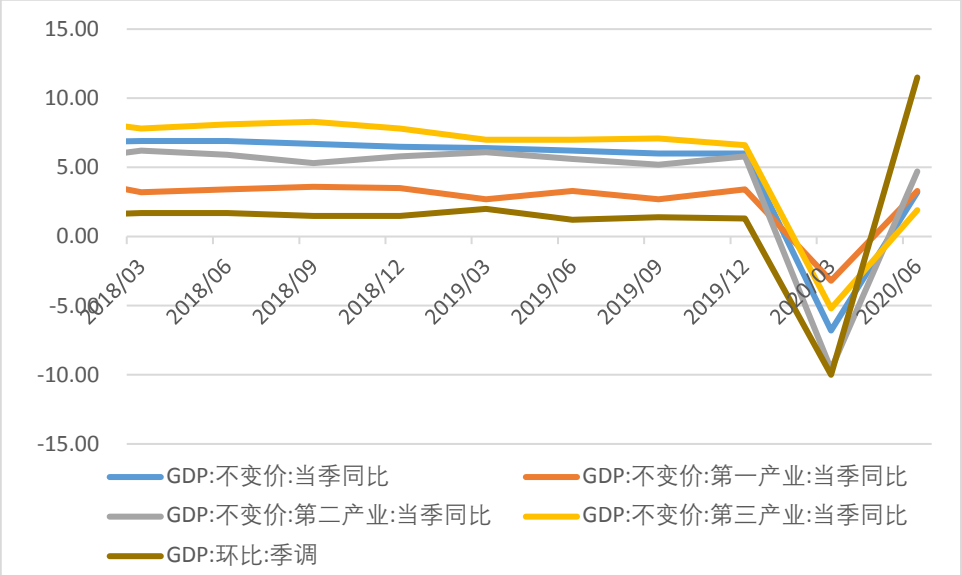
本周一些国家公布的二季度经济数据可看出，疫情已经对各国经济造成严重冲击，未来也存在很多变数。由于疫情发现最早且控制及时，同时在减税降费、宽流动性等政策作用下，二季度中国 GDP 同比增长率已经从一季度萎缩 6.8%反弹至正增长 3.2%，从环比折年率看，则是从-34.4%大幅反弹至 54.6%，中国也成为全球第一个实现经济正增长的主要经济体。其他国家疫情主要发生在二季度，因此疫情的冲击主要体现在二季度经济数据上。新加坡二季度 GDP 环比折年率大幅萎缩 41.2%，同比萎缩 12.6%，创下季度萎缩最高值。俄罗斯二季度 GDP 同比下滑 9.6%。从各国央行或其他权威机构对二季度经济增长率的预测数据看，国际货币基金组织（IMF）预计美国经济二季度 GDP 折年率将暴跌 37%，全年萎缩 6.6%，而圣路易斯联储 GDPNowcast 模型则预计美国二季度 GDP 将下降 32.02%。预计日本二季度 GDP 环比折年率为-23.9%，英国较 2019 年四季度下跌 25%，加拿大环比折年率-43%。欧元区，预计法国经济环比萎缩 17%，意大利环比萎缩 18%，西班牙环比萎缩 20%，波兰则同比萎缩 10.6%。从已经公布或最近预测的经济数据看，大部分国家二季度 GDP 同比萎缩复苏在 10%以上，环比折年率萎缩在 30%以上，欧美国家受到疫情的冲击程度显然比中国更加严重。当前疫情仍在美国、巴西、印度等国家快速蔓延，且预测疫情何时结束仍为时过早，未来全球及各国经济增长仍面临很多不确定性，存在很多变数，未来最大的影响因素主要还是疫情。

1.2 中国二季度经济呈“V 型”反弹，全球表现一枝独秀，各项经济数据均超出市场预期

（1）二季度经济整体表现

国家统计局 7 月 16 日发布的宏观经济数据显示，国内新冠疫情得到有效遏制之后，在复工复产、政策发力等各种因素综合作用下，2020 年二季度国内生产总值（GDP）同比增速从一季度的深跌 6.8%大幅反弹至正增长 3.2%，远超出市场预期，中国也因此成为了全球第一个实现正增长的主要经济体，相比其他经济体可以说是一枝独秀、相当惊艳，也说明中国经济具有很强的稳健性（Robust）。三大产业复苏程度有所不同，但均由负转正，第一产业同比增长 3.3%，回升 6.5 个百分点；第二产业增长 4.7%，回升 14.3 个百分点；第三产业增长 1.9%，回升 7.1 个百分点，很明显第二产业改善幅度最大。另外从环比看，二季度 GDP 增长 11.5%，增速较一季度大幅回升 21.5 个百分点。

图 3：二季度 GDP 同比增长 3.2%，环比增长 11.5%（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

各项经济数据表现也超预期，尽管需求端表现不及供给端，除对外贸易同比增幅由负转正外，其他需求仍处于下降区间，但降幅已明显收窄，因此二季度经济数据超预期的主要原因：一是在防疫物资和手机等高科技产品的拉动下，对外出口表现可圈可点，6 月出口同比增长 0.5%，较 5 月大幅回升 3.8 个百分点；二是专项债发行创历史规模，基建投资大幅增长，加上房地产市场销售回暖也拉动房地产投资上升，1-6 月固定资产投资累计同比降幅较 1-5 月收窄 3.2 个百分点；三是随着放松疫情管制，餐饮、零售、交通等消费需求有一定改善，6 月社会消费品零售总额降幅较 5 月收窄 1 个百分点。而供给端表现亮眼，6 月工业增加值同比增长 4.8%，较 5 月回升 0.4 个百分点，已连续三个月回升。不过统计局同时指出，从整个上半年的累计数据看，GDP、工业、消费、投资等大多数经济指标的同比增幅仍处于下降区间，说明第二季度的回升属于恢复性增长，仅是边际上的改善，疫情冲击带来的总体损失尚未完全化解。

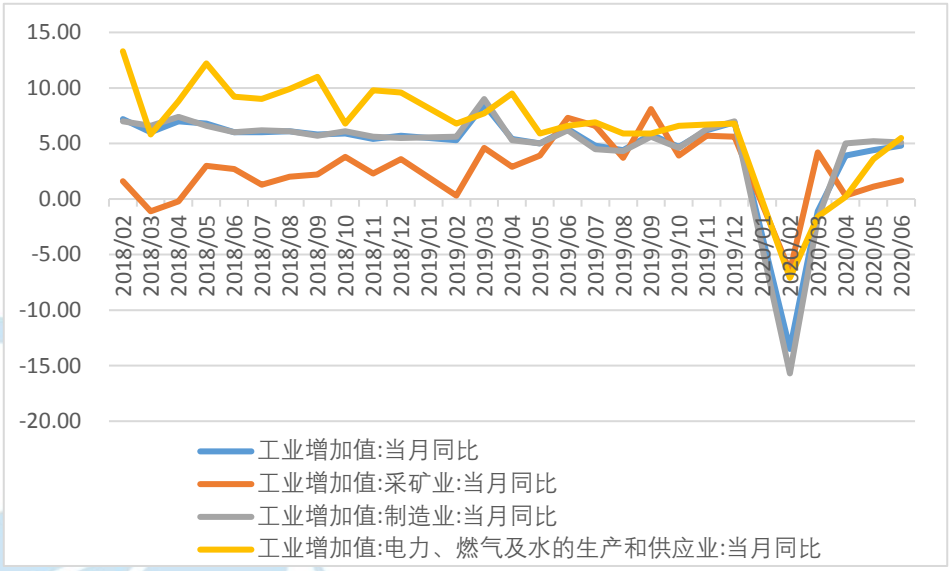
（2）规模以上工业增加值

6 月全国规模以上工业增加值同比增长 4.8%，较 5 月提升 0.4 个百分点，连续三个月增长。三大门类中，采矿业增加值同比增长 1.7%，增速提升 0.6 个百分点；制造业增加值增速微降 0.1 个百分点至 5.1%；电力、燃气及水的生产和供应业增加值同比增长 5.5%，增速较 5 月提升 1.9 个百分点，改善最明显。从重要行业看，汽车制造业与计算机、通信和其他电子设备制造业增速较快，同比分别增长 13.4%、12.6%，较 5 月上升 1.2 个、1.8 个百分点。从重要工业产品看，6 月钢材、汽车产量同比增长 7.5%、

20.4%，增速较 5 月提升 1.3 个、1.4 个百分点；水泥产量同比增长 8.4%，增速回落 0.2 个百分点；发电量、原油加工量分别同比增长 6.5%、9%，增速提升 2.2 个、0.8 个百分点。

6 月工业增加值已基本恢复至正常水平，仅比去年同期第 1.5 个百分点，但与去年 7 月增幅相当。下半年工业增加值有望继续回升，不过我们认为回升幅度有限，主要取决于需求端能否恢复正常。上半年抗疫特别国债、专项债的大规模发行，基建投资仍将持续增加，为下半年投资需求的恢复提供了一定支撑。但另一方面，目前居民收入水平和消费意愿仍然偏低，可能抑制消费需求快速反弹，国外疫情持续蔓延和国际政治局势升温也可能使对外出口面临更多不确定性。

图 4：6 月规模以上工业增加值同比增长 4.8%（%）

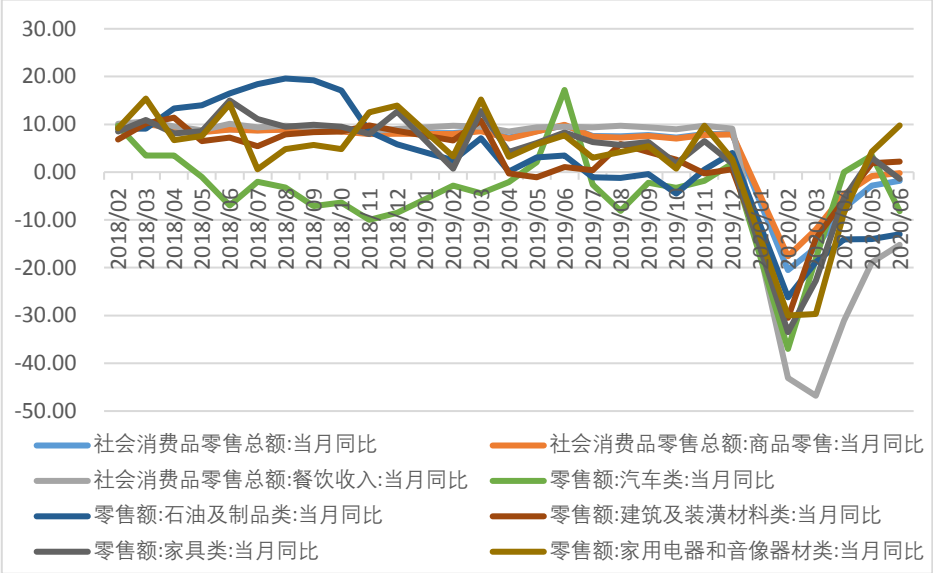


资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

（3）社会消费品零售总额

社会消费需求持续改善，6 月社会消费品零售总额 33526 亿元，同比名义下降 1.8%，降幅较 5 月收窄 1 个百分点，已连续三个月收窄。1-6 月，社会消费品零售总额 172256 亿元，同比下降 11.4%。按消费类型分，6 月份，商品零售 30263 亿元，同比下降 0.2%，降幅比 5 月收窄 0.6 个百分点；餐饮收入 3262 亿元，下降 15.2%，降幅比 5 月收窄 3.7 个百分点。1-6 月，商品零售 157648 亿元，同比下降 8.7%；餐饮收入 14609 亿元，下降 32.8%。疫情下线上消费较为强劲，1-6 月全国网上零售额 51501 亿元，同比增长 7.3%，比 1-5 月提高 2.8 个百分点。主要大类商品消费出现明显分化，汽车、家具类消费明显恶化，6 月汽车消费同比再次转负，下降 8.2%，收窄 11.7 个百分点；家具类消费下降 1.4%，收窄 4.4 个百分点。由于油价低迷，石油及制品类消费仍大幅下降 13%，仅比 5 月收窄 1 个百分点。

图 5：6 月社会消费品零售总额 33526 亿元，同比名义下降 1.8%（%）

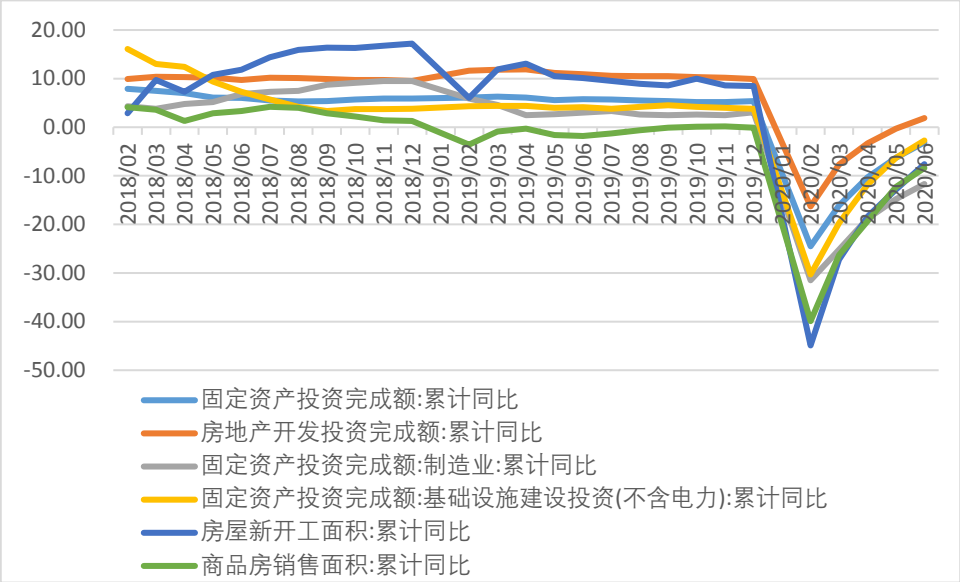


资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

（4）固定资产投资

1-6 月固定资产投资（不含农户）累计同比下降 3.1%，降幅较 1-5 月继续大幅收窄 3.2 个百分点。从三大投资领域看，由于外需低迷、利润下降等原因，制造业投资累计同比下降 11.7%，降幅较 1-5 月收窄 3.1 个百分点，整体仍偏弱，导致投资意愿不强；基建投资下降 2.7%，降幅较 1-5 月收窄 3.6 个百分点，预计专项债、抗疫特别国债的大规模发行将拉动未来基建投资继续改善；房地产投资增速由负转正，同比增长 1.9%，较 1-5 月提高 2.2 个百分点。国家统计局称，上半年房地产投资就已经转正，但同时也要看到更多的房地产市场指标，如房屋新开工面积、土地购置面积、一些商品房销售指标还处于下降区间，对下半年房地产的走势还应持观察的态度。1-6 月，商品房新开工面积、商品房销售面积、商品房销售额、房地产开发企业到位资金等同比降幅均有收窄，但土地购置费增长 5.9%，回落 1.2 个百分点；房地产开发企业施工面积同比增长 2.6%，较 1-5 月加快 0.3 个百分点，结束了连续三个月的回落，说明房地产开发企业对市场前景持较为乐观态度。

图 6：1-6 月固定资产投资累计同比下降 3.1%（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

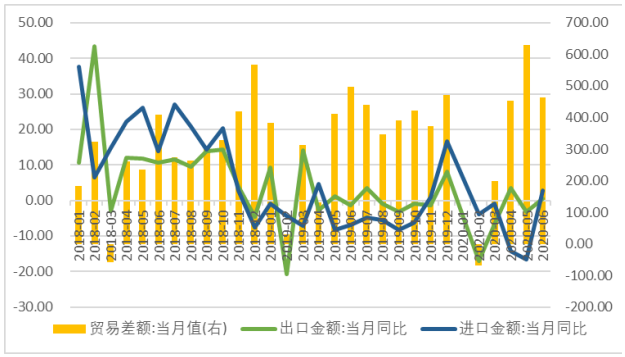
（5）进出口贸易

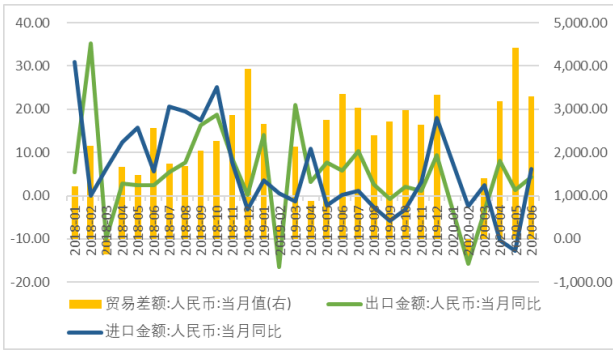
海关总署 7 月 14 日发布的贸易数据显示，6 月进出口贸易同比增长均实现由负转正，以美元计，6 月出口额同比增长 0.5%，比 5 月高出 3.8 个百分点；进口额同比增长 2.7%，高出 19.4 个百分点；贸易顺差 464.2 亿美元，比 5 月下降 165.1 亿美元。另以人民币计，6 月出口额同比增长 4.3%，进口额同比增长 6.2%，贸易顺差 3289.4 亿元。在疫情影响仍未消除、国外市场整体需求仍疲弱的情况下，中国 6 月贸易数据能够大幅好于市场预期，主要原因是受到了二季度防疫物资及手机等科技出口的强力提振，同时中国大力推进复工复产等也支撑了进口需求。不过当前新冠疫情仍在全球蔓延，加上今年全球经济预计出现严重衰退，国际贸易和投资大幅萎缩，中国对外贸易面临的不确定性增大，加上中美经贸摩擦持续存在，下半年进出口形势依然复杂，预计对外出口规模将维持在低水平上增长。

防疫物资出口令人惊艳，1-6 月包括口罩在内的纺织品出口同比增长 32.4%，医药材及药品、医疗仪器及器械出口增长 23.6%和 46.4%，其中 6 月份纺织品出口同比增长 56.7%，医疗仪器及器械同比增长 100%，明显高于平均涨幅。另外 6 月手机等高新技术产品出口同比增长 4.9%，增幅回落 2.9 个百分点；机电产品出口同比增长 1.6%，增长率由负转正。从出口国家看，6 月中国对第一大贸易伙伴东盟出口额同比增长 2.5%，较 5 月提高 2 个百分点，对美国出口同比仅增长 1.4%，但对欧盟、日本出口则分别下降 5%、10.5%，表明中国贸易出口目的地正在发生结构性变化，由于美国近期一直对中国经济进行打压，导致国际政治局势出现紧张，东盟正逐渐替代欧美成为中国最大的贸易对象。进口方面，6 月原油进口量同比增长 34.3%，但由于油价偏低，原油进口额大幅下降 39.5%；铁矿石、大豆进口量继续增加，同比分别增长 35.3%和 71.3%，进口额增长 24.9%和 71.8%。

图 7：以美元计，6 月出口同比增长 0.5%，进口增长 2.7%（美元，%）

图 8：以人民币计，6 月出口同比增长 4.3%，进口增长 6.2%（人民币，%）





资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

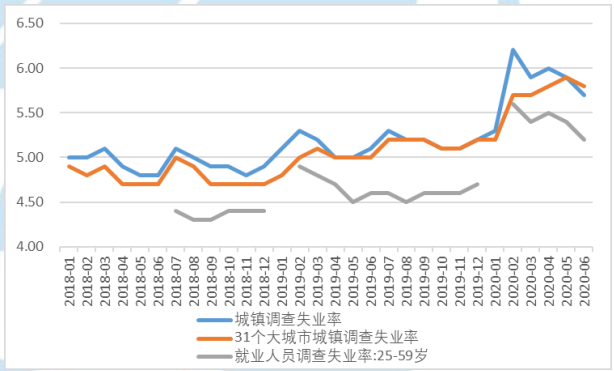
资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

（6）城镇调查失业率

在“六保”、“六稳”等就业优先政策推动下，6 月就业状况得到一定改善，全国城镇调查失业率 5.7%，较 5 月下降 0.2 个百分点，但仍高于 2019 年同期 0.6 个百分点。其中，25-59 岁群体调查失业率 5.2%，较 5 月下降 0.2 个百分点；31 个大城市城镇调查失业率 5.8%，较 5 月下降 0.1 个百分点。不过，失业率仍在历史高位，表明当前就业压力仍存。城镇一些重点群体的就业压力尤为突出，外出务工的农村劳动力有所减少，二季度末外出务工农村劳动力同比减少 496 万人，下降 2.7%，另外受疫情严重影响，大学生失业率创同期新高，特别是今年新毕业的大学生，调查失业率达到 19.3%，比 5 月上升 2.1 个百分点。

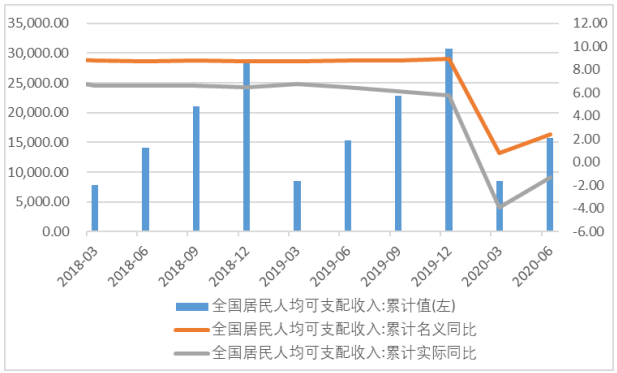
随着就业改善，居民收入状况也略有改善。2020 年上半年全国居民人均可支配收入 15666 元，同比名义增长 2.4%，扣除价格因素，实际同比下降 1.3%，降幅较一季度收窄 2.6 个百分点。

图 9：6 月全国城镇调查失业率 5.7%（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 10：1-6 月人均可支配收入名义上增长但实际下降（元，%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

对于下半年经济走势，在外部需求不确定较多的情况下，我们预计投资和出口仍将保持一些定力的同时，政府或将在消费等内需上持续发力，主要依据有：一是政府或将加大对消费的金融支持，大力促进国内消费，随着金融体系对实体让利等政策落实，有助于提高居民的收入和消费能力；二是居民消费意愿会逐渐向前值修复，有一个自然反弹的过程，边际消费倾向将不断提高；三是人们会逐渐学会与疫情长期共存，而且防疫体系越来越趋于成熟，预计线下消费、跨区消费方式将回归。但也存在一些不利

因素，包括疫情可能在冬季卷土重来、防疫物资等出口下降、政府刺激措施不及预期以及中美紧张关系继续升级等，南方大面积的洪灾也将对经济恢复造成一定拖累，预计 2020 年中国第三季度和第四季度 GDP 增速将继续反弹，全年实现 2%左右的增长水平。

1.3 银行间与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作

2020 年 7 月 19 日，人民银行、证监会联合发公告〔2020〕第 7 号（本文简称“第 7 号公告”），同意银行间与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作。

这一打破市场分割的改革举动是贯彻落实全国金融工作会议关于推进金融基础设施互通互联的要求，进一步也是 4 月 9 日国务院发布的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》的后续细化举措之一，旨在促进要素自主有序流动，提高要素配置效率，进一步激发全社会创造力和市场活力，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革。

互联互通是指银行间与交易所债券市场的合格投资者通过两个市场相关基础设施机构连接，买卖两个市场交易流通债券的机制安排。互联互通遵守投资者适当性等人民银行、证监会有关监管规定。人民银行、证监会将加强监管合作与协调，共同对通过互联互通开展的债券发行、登记、交易、托管、清算、结算等行为实施监督管理。

由于历史原因，银行间和交易所的基础设施之间一直存在着市场分割的问题，其阻碍了货币政策传导和宏观调控有效实施，限制了债券的流动性、增加了债券发行人的综合融资成本。市场分割的问题由来已久，需要通过坚定地深化金融改革来解决。

债券市场构成大概可分成以下几个环节：发行注册、登记托管、交易前台、交易后的结算清算以及付息兑付等，此次互联互通是从交易到登记托管、结算层面，是更加具体实质性的突破，后续仍然需要很多细节政策将今天的公告落地。

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 5300 亿元，资金面持续收紧，资金价格不断上涨

1）央行的公开市场操作：本周央行连续五个工作日进行公开市场操作，净投放 5300 亿元

央行连续 5 天在公开市场进行操作，本周公开市场实现净投放 5300 亿元，创一个月半月新高。下周（7 月 18 日-26 日）央行公开市场将有 8277 亿元资金到期，其中 7 月 20 日、21 日、23 日、24 日分别有 500 亿元、300 亿元、500 亿元、2000 亿元逆回购到期，7 月 23 日分别有 2000 亿元 MLF、2977 亿元 TMLF 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	0
7 天	500	300	0	500	2000
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）365D	0	0	4000	0	0
MLF（回笼）366D	0	0	2000	0	0
央行票据 3 个月	0	0	0	0	0
净投放	500	300	2000	500	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：资金面持续收紧，资金价格不断上涨

本周资金面持续收紧，R007 价格上行至 2.47%左右，较 6 月明显上行。主要原因在于，一是 5 月底以来央行持续回收流动性，银行超额准备金率持续下降。二是 7 月是每年缴税大月，每年 4 月、7 月及 10 月的缴税对资金面的扰动较其他月份都高一些，7 月 15 日为本月企业申报税收截止日，通常税期结束后的 1-2 个工作日会集中走款造成基础货币回笼。三是 7 月份特别国债及地方债，发行缴款。虽然央行本周加大公开市场投放力度，但是对冲力度仍然有限。

表 2：本周货币市场利率（%）

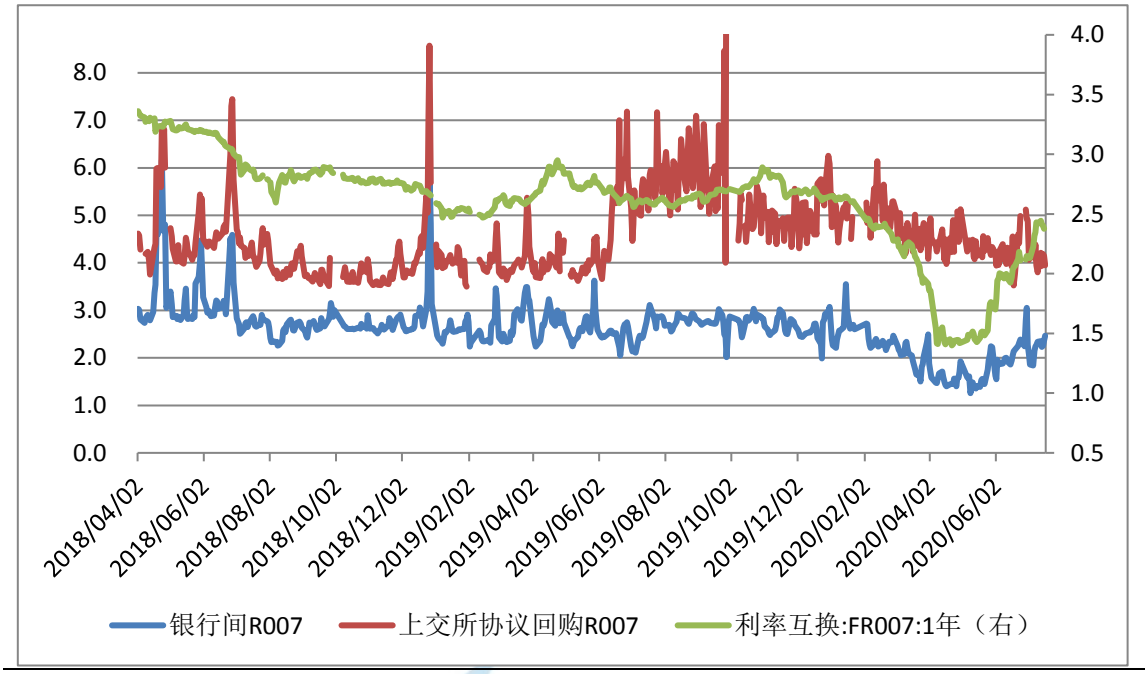
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	2.1414	1.7022	2.0856	2.3612	2.3995
	R007	2.3549	2.2277	2.2551	2.3656	2.4669
	R014	2.2529	2.3505	2.3527	2.3501	2.5299
	R021	2.1656	2.3315	2.1042	2.2141	2.0530
	R1M	2.6461	2.5765	2.6603	2.7026	2.5849
上交所协议回购	206001	3.9740	3.7310	3.8520	3.3000	3.3100
	206007	4.2120	3.9370	4.1880	4.1430	3.9510
	206014	4.3180	4.8810	4.6920	5.0390	5.8930
	206021	5.8520	5.6030	5.9860	5.0120	5.3310
	206030	5.4510	5.8400	5.5220	5.3990	5.2190
利率互换定盘：1Y	FR007	2.2226	2.3184	2.3480	2.4295	2.4296

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：预计下周初税期结束后，资金面紧张态势会有所缓解 ，短期资金价格有望维持平稳

本周公开市场投放资金规模虽大，但央行态度仍显谨慎，预计下周初税期走款结束后，流动性偏紧状况将有所好转，短期资金价格有望维持平稳。关注下周四 MLF 和 TMLF 到期对资金面的扰动及央行对冲力度。

图 11：本周资金面持续收紧（%）



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：股市对债市影响边际转弱，预计债券收益率震荡下行，但空间有限

1）利率债走势复盘：利率债收益率大幅走高之后，进入阶段性盘整状态

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 100.8050，较上周上涨 0.44%。10 年期国债期货主力合约 T2009 价格 99.1850，较上周上涨 0.62%。2 年期国债期货主力合约 TS2009 价格为 100.8050，较上周上涨 0.17%。从节奏上看，周三和周四期债涨幅最大，和现券有所区别，盘面上看国债期货和 A 股的“跷跷板”效应更为显著，可能由于资金面对期债投资者的影响不及现券。

图 12：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

本周 A 股连续三个交易日大幅下跌，市场情绪降温，长端利率债收益率在周一大幅上行之后，随着权益市场的回落，终于迎来喘息机会。7 月以来的债券市场走势几乎完全取决的权益市场，本周周一央行当日净投放 500 亿，资金面宽松，但是由于权益市场在上周五下跌之后，再度大幅上涨，10 年国开债收益率受此影响，大幅上行，单日上涨幅度达到 10BP 达到 3.5650%，10 年国开债与国债收益率价差进一步走阔，随后几个交易日，随着权益市场的大幅调整，债券市场恐慌的情绪有所缓解，股市对债市的影响开始边际弱化，随着税期临近，央行虽然持续净投放，但是资金面依旧趋势性收紧，本周公布的进出口数据和二季度的经济数据总体偏强，对债市偏空，长债收益率周二周三下行之后，进入盘整状态。全周 10 年国开债活跃券 200205 收益率较上周上行 2BP 至 3.485%，10 年国之安活跃券 200006 收益率较上周下行 7.75BP 至 2.95%，近期国开债和国债收益率走势持续分化。由于权益市场调整，债基赎回压力减轻，3 年和 5 年下行幅度最大，与上周的情况截然相反。

2）利率债展望：债市预计震荡下行，但是下行空间有限

二季度 GDP 增速 3.2%略超预期，年内经济大概率延续渐进修复的趋势。但是疫情对生产生活的抑制仍然存在，二季度经济数据显示生产修复快于需求修复，尤其是消费等仍不及预期，6 月数据中投资项持续走强、社零回升力度略不及预期，经济尚未恢复到常态水平。因此货币政策边际“收敛”，回归常态。除非房价和股市上涨引发金融稳定担忧，货币政策“从紧”的必要性也不大。

近期长端收益率对现阶段济数据向好及资金面紧张的反应较为钝化，或者说前期的下跌已经充分反应了对于经济基本面稳步修复以及在此背景下货币政策边际收紧将兼顾稳增长与防风险的预期。往后看，无论是“股债跷跷板”效应还是基金赎回的压力，对债市的冲击都是暂时的，而债市最终的演绎还是要回归基本面。相比去年底，当前基本面更弱、资金利率低 30bp、中美利差更大，对基本面、资金面等基本实现了充分定价，未来一段时间在市场缺乏新增利空的情况下，债市预计将震荡下行，但是下行空间有限。

2.3 存单与信用债分析：资金价格上涨，各期限信用债收益率多数上行

1）一级市场发行：存单发行量较上周小幅上涨，信用债发行量较上周小幅下降

本周同业存单发行量较上周有所上涨，本周存单发行量约 2,495.10 亿元，较上周发行量上涨 7.24%。本周存单到期量为 2,994.10 亿元，较上周到期量上涨 57.02%。

信用债方面，一级市场信用债发行量小幅下降。本周非金融企业短融、中票、企业债和公司债合计发行约 1,654.10 亿元，较上周环比下降 8.45%。

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涨跌不一，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 4.99bp，3M 期存单收益率较上周上涨 28.37bp，6M 期存单收益率较上周上涨 23.20bp，9M 期存单收益率较上周上涨 8.14bp。

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 年期较上周分别下跌 5.66bp、上涨 4.14bp、上涨 0.33bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别下跌 4.66bp、上涨 5.14bp、上涨 1.33bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别上涨 1.34bp、上涨 4.14bp、上涨 11.43bp。

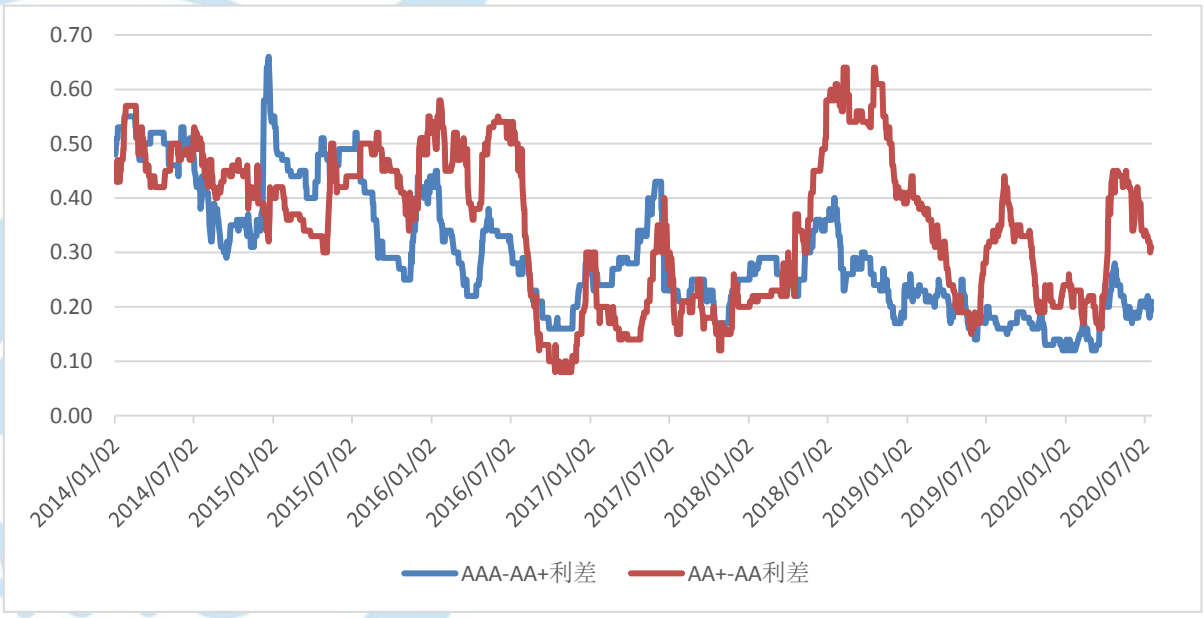
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	2.955	14.60%	-5.66
信用债(AAA):3 年	3.6177	29.00%	4.14
信用债(AAA):5 年	3.955	31.20%	0.33
信用债(AA+):1 年	3.145	13.70%	-4.66
信用债(AA+):3 年	3.828	28.40%	5.14
信用债(AA+):5 年	4.245	29.30%	1.33
信用债(AA):1 年	3.475	17.70%	1.34
信用债(AA):3 年	4.138	26.90%	4.14
信用债(AA):5 年	4.605	26.00%	11.43

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+信用利差较前周走阔 1bp 至 21bp，AA+和 AA 之间的利差较前周收窄 1BP 至 31bp。

图 13：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：受权益市场带动转债市场震荡下跌，估值小幅压缩，配置价值提升

1）可转债的走势复盘：权益市场震荡下跌，转债市场跟随但相对抗跌，市场热情减退

本周权益市场于周一创出这波行情的高点后一路下滑，周四大跌后周五缩量震荡冲高回落。上证指数本周下跌 5.00%，深证成指本周下跌 4.07%，创业板指本周下跌 4.18%，中小板指本周下跌 4.25%，权益市场本周表现弱势。可转债市场本周表现也不尽人意，本周上证转债下跌 3.28%至 318.68，深证转债下跌 3.81%至 259.00，中证转债下跌 3.48%至 359.32，但整体来看表现较权益市场抗跌。其中，联泰转债、金农转债、英科转债、麦米转债、蓝盾转债等涨幅居前，振德转债、至纯转债、全筑转债、众信转债、游族转债等跌幅居前，全市场逾八成转债录得下跌行情，整体调整较大。一级方面，本周有五只新

债发行，分别是龙大转债、银信转债、国城转债、联诚转债、宏川转债；八只转债于本周上市，分别是巨星转债、天创转债、正邦转债、比音转债、晨光转债、歌尔转 2、泛微转债、润达转债。

从近五年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，本周转股溢价率可谓直线下跌，隐含波动率震荡下跌，市场热情在本周调整中逐渐减退。

图 14：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：一周估值压缩后转债配置价值提升，持续看好科技、消费，交易角度建议优先配置偏股型转债

目前，无论是权益还是转债，所面临的市场环境，相较于 2014 年而言都存在一些差异，其中最为明显的差异为增量资金来源的不同。2014-2015 年，涌入权益市场的大量资金以散户的场外配资和杠杆资金为主。相对比而言，本轮权益市场的增量资金以北上资金和公募基金为主。北向资金配置以食品饮料、医药、家电等消费板块为主；而 2020Q1 主动偏股型公募基金对消费+医药+科技的持仓比例在 70%左右。增量资金的不同也决定了，2014-2015 年的市场主线是偏小票、偏主题投资的成长风格，而当前市场资金则偏好有业绩支撑的科技龙头、大消费龙头。

另外，从 2014 年市场轮动中可以发现，资金从主线扩散到低估值板块之后，还是会重回到原有的市场主线，市场风格并没有发生真正意义的切换。对于本次行情，在经历了大金融、周期等低估值板块的补涨之后，市场大概率也仍然会回归前期追捧优质科技股、消费股的行情。对应到转债市场上，2020 年转债市场规模已经大幅扩容，转债在牛市中的稀缺性可能不会像 2014 年那样凸显。由此来看，当前转债市场难以出现溢价率大幅抬升的情况，偏债型转债能否顺利启动快速上涨行情也有待观察。后续转债收益主要还是来自于正股的上涨，而非估值的抬升。在这样的情况下，要优先配置偏股型转债，后续根据市场变化再看偏债型转债的配置机会。

可转债经历了 5 月和近一周的估值压缩后，整体估值水平偏低，配置价值提升。配置方面，一方面可以配置出现价值洼地的个券，辅之考虑个券的换手率；另一方面若权益市场情绪持续向好，则可以考虑受正股影响显著的高成长性个券，不完全拘泥于低价个券。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。提示关注并尽量避免已触发强赎条件的转债。

三、主要资产价格分析

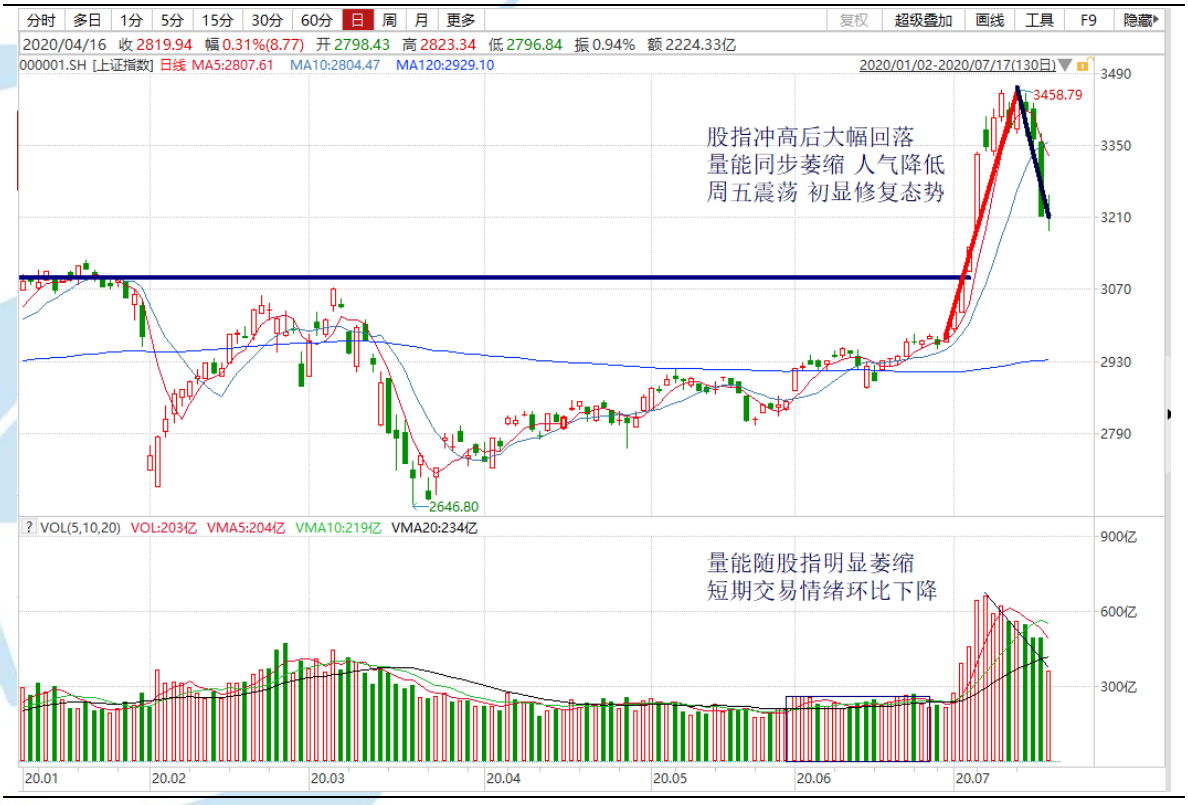
3.1 权益市场分析：A 股连续大幅调整，短线或震荡为主，中长期上行趋势不改

1） 权益市场走势复盘：冲高后快速回落，周五初步企稳

本周市场大幅动荡，主要股指在周初冲高后快速回落：上证综指一度冲高至 3458 点，但随后开始震荡走低，周四再现长阴线大跌，周五有所企稳。上证综指最终报收于 3214 点，全周下跌 5%；同期深圳成指和创业板指分别下跌 4.07%和 4.18%。量能方面，两市合计成交 7.57 万亿元，虽环比上周略有萎缩，但整体处于极度活跃水平。

盘面上，周初在军工、医药、电子等板块活跃推动下股指有所冲高，但银行、地产等权重板块已显现出回调迹象，并随后继续走低，最终拖累股指逐日回落；周四受多个因素的同时冲击，股指再现放量大跌；大跌之后周五低位震荡，量能环比大幅萎缩，当日两市成交额仅 1.1 万亿元，呈修复态势。整体看，市场快速回落，市场人气受到一定冲击。

图 15：股指快速回落 量能同步萎缩 人气有所下滑



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

美股三大股指本周涨跌不一，道指本周周涨 2.29%，报 26671.9500 点，纳指报 10503.1900 点，本周周跌 1.08%，标普 500 指数报 3224.7300，本周周涨 1.25%。

本周四有“恐怖数据”之称的美国 6 月零售销售月率公布，为 7.5%，好于市场预计的 5%，同时公布的还有美国至 7 月 11 日当周初请失业金人数为 130 万，高于市场预计的 125 万。美国上周再录得百万级初请失业金人数，新冠肺炎疫情暴发以来失业人口超 5000 万，当日，道指录得 5 个交易日来首次下滑。美国新冠肺炎感染病例的持续上升在一定程度上被市场有关额外财政刺激措施可能出台的乐观情绪所抵

消，白宫和议员们面临越来越大的压力，要求他们在本月底补充失业救济金到期之前拿出额外的财政刺激计划。随着一项提供额外失业救济金的计划将于 7 月 31 日到期，投资者希望得到更多的财政支持。美国国会将于下周一复会，就下一项新冠病毒援助法案展开讨论。经济因疫情蔓延被迫暂停。为应对疫情，美国政府已经提供了大规模的财政政策和货币政策支持。预计在疫苗研发出来之前，市场将持续波动。

图 16：美股三大股指涨跌不一



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—短线或震荡为主，中长期上行趋势不改，关注可选消费

市场快速回落，原因之一是前期涨幅过大积累了大量获利丰厚的浮筹，市场波动引发浮动筹码快速释放；之二是人民日报发表对贵州茅台的评论：酒是用来喝的，不是用来炒的，更不是用来腐的，引发投资者恐慌性抛售，导致以贵州茅台为代表的白酒股全线大跌；之三是近期经济数据总体向好，市场对货币政策边际收紧的预期增强；此外，据海外媒体报道美国或升级与中国的摩擦，增加了市场的短期谨慎心理。

展望后市，我们认为：中国经济恢复态势延续，支撑当前市场向下空间有限，短期或震荡为主以修复情绪，但中长期趋势仍有望震荡向上。支撑因素如下：

其一，国内宏观经济正以超预期的速度复苏，这将成为市场中长期上行的最大支撑。统计局公布的 2 季度经济数据显示：GDP 一季度同比下降 6.8%，二季度增长 3.2%，经济增长由负转正，主要指标恢复性增长，经济运行逐月稳步复苏。6 月份主要经济数据也好于预期，制造业 PMI 为 50.9%，生产指数、新订单指数均高于临界点，进出口双双实现正增长；规模以上工业增加值同比增长 4.8%，增速比 5 月份加快 0.4 个百分点；社会消费品零售总额同比下降 1.8%，降幅比 5 月份收窄 1.0 个百分点；货币数据，6 月单月社会融资规模增长 12.8%，M2 增长 11.1%，继续保持较高增长态势。

其二，前期市场涨速过快、短期涨幅过大，引发管理层对市场出现非理性投资、短期过热的担忧，进而加大对各种非法股市配资的监管。但政策支持资本市场的态度短期不会发生改变。资本市场的健康

运行关系到资本市场支持实体经济和科技产业发展战略，自 2018 年以来各项改革快速推进，目前也正是创业板注册制推广的关键时期。正如前证监会主席肖钢同志所言，党中央从来没有像今天这样重视资本市场。各项政策利好将助力市场健康运行。

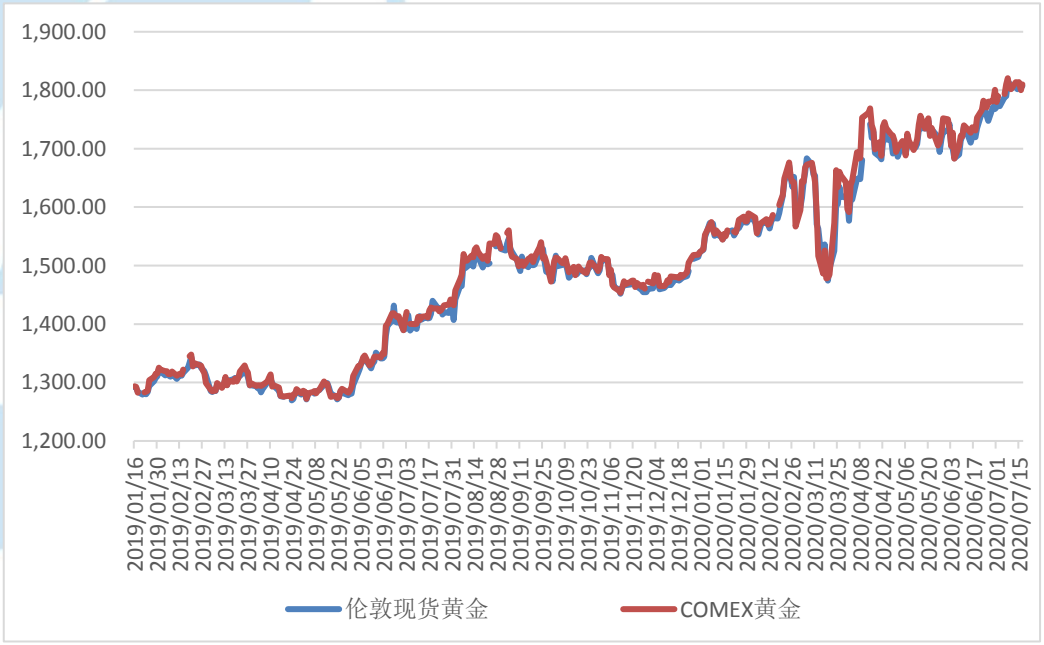
其三，整体流动性维持宽松，增量资金还将不断入市。近期不仅公募基金发行火爆，私募基金同样火热。在银行理财产品收益率不断下行的大背景下，投资者对权益市场的热情不断上升，未来还将有更多场外资金通过各种方式进入股市。与此同时，监管机构也在不断创造条件，引入更多机构资金入市。7 月 17 日银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》，进一步放开保险资金配置权益资产。此外，尽管有所波动，海外资金总体仍在继续增持国内股票资产。根据外汇局统计，今年上半年境外投资者净增持境内债券和股票 729 亿美元，其中净增持股票 133 亿美元。随着国内资本市场加速开放，还将有更多资金进入 A 股。

综合来看，大跌之后市场情绪有所下降，近期中美关系趋紧也对投资者信心造成一定影响，但是国内经济基本面向好对市场构成支撑。我们认为，股市中长期震荡上行趋势没有改变，短期可能以震荡为主。策略上，可保持相对积极的投资策略，战术上注意规避以下风险点：科创板本月下旬的巨额解禁、结构性的估值水平泡沫和中报业绩的超预期下滑个股。机会上，指数型行情告一段落，个股普涨结束，资金将再度聚焦到业绩良好的优质公司，继续看好绩优价值和核心成长。板块配置方面，建议关注可选消费板块投资机会。

3.2 黄金市场分析：金价已站稳于 1800 美元以上，但继续上涨面对阻力

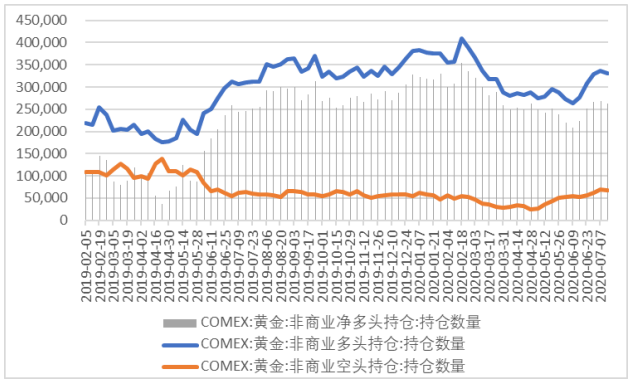
周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日下跌 0.35 美元，或-0.02%，收报于 1807.35 美元/盎司，全周累计上涨 0.24%；美国 COMEX 黄金期货结算价上涨 9.7 美元，或 0.54%，收报于 1810 美元/盎司，全周累计下跌 0.09%。金价已连续一周以上处在每盎司 1800 美元之上，基本站稳在这一关键价位之上。

图 17：金价站稳 1800 美元以上（美元/盎司）



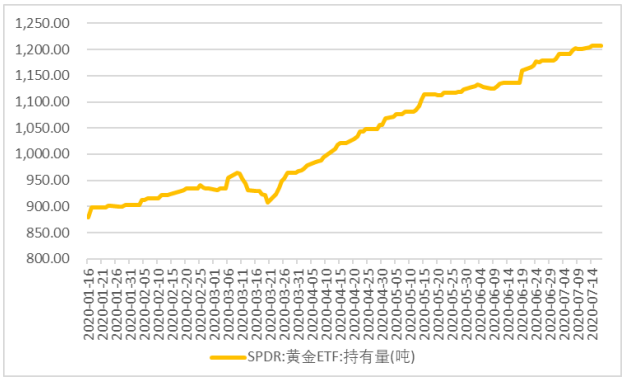
资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 18： COMEX 黄金（净）多头持仓量连续增加（张）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 19：SPDR 持金量持续增加并连创新高（吨）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

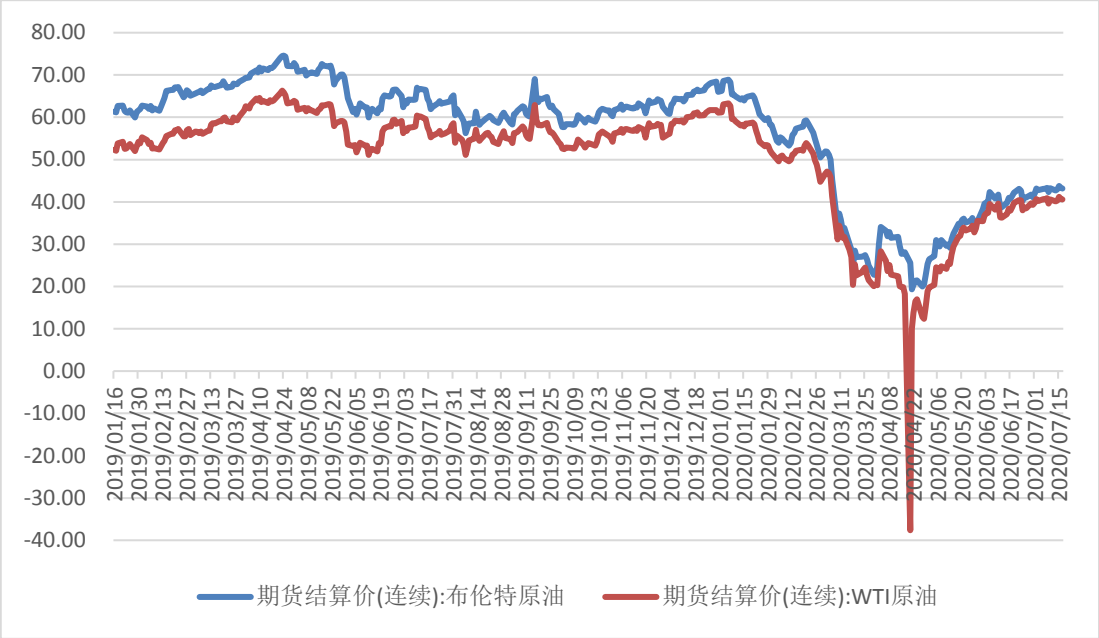
疫情持续蔓延、新增病例激增、美元连续贬值仍是支撑金价上涨的主要原因。到本周五，全球疫情感染人数还在不断攀升，已经超过 1400 万例，每日新增病例也连续创下新高，美国一天新增接近 8 万例，是疫情爆发以来所有国家中新增的最大值。疫情不能得到遏制或缓解将打扰商业经营活动的恢复，以及阻碍全球经济的复苏进度。近期美元连续贬值也是支撑金价上涨的一个主要原因，本周美元指数 96.0105，较上周下跌 0.68%。不过金价涨至 1800 美元之后，也面临不少上涨压力。首先，对金价看多的投资者在减少，本周 COMEX 非商业黄金（净）多头持仓量在连续五周上涨后本周开始下降，截至 7 月 14 日当周多头净持仓量较上周减少 4930 张。全球最大的黄金上市交易所交易基金（ETF）SPDR Gold 的持金量也连续多日保持在 1206.89 吨的水平上。其次，其他替代投资资产的价格不断上升，且涨幅大于金价，降低了黄金的吸引力。本周，美国标普 500 指数涨逾 1%，道琼斯指数涨逾 2%，另一种贵金属白银价格涨逾 2%。最后，尽管疫情感染人数不断攀新高，新增不停创下新纪录，但是似乎人们对疫情数据的敏感度在下降，也正在逐渐适应与疫情长期共存的环境状况，疫情对经济及资本和商品市场的影响或将越来越小。

我们判断，如果疫情没有再恶化到十分严重程度，并令大部分国家重新采取封锁措施，则近期黄金难以有大幅度的上涨，金价向上突破历史最值 1920 美元/盎司需要更多因素的支持。更有可能导致金价上涨的因素包括两个：一个是美元持续贬值，美国经济深入衰退且反弹无力，而中国等其他国家的经济正在快速反弹是导致美元贬值的直接原因；另一个是美国采取的量化宽松政策，以及为应对疫情影响可能进一步推出更多的刺激政策，这将导致通货膨胀的预期可能性增加。因此，预计金价短期内将在每盎司 1800-1850 美元范围内窄幅震荡。

3.3 原油市场分析：疫情人数激增但美国原油库存骤降，一好一坏，油价涨跌不一

周五，国际基准布伦特原油（Brent）9 月期货合约结算价下降 0.23 美元，或-0.53%，收报于每桶 43.14 美元，全周累计下跌 0.23%；美国基准得克萨斯中质原油（WTI）期货合约结算价下降 0.16 美元，或-0.39%，收报于每桶 40.59 美元，全周累计上涨 0.1%，涨跌幅均不大，但仍保持在每桶 40 美元之上。

图 20：油价窄幅震荡（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

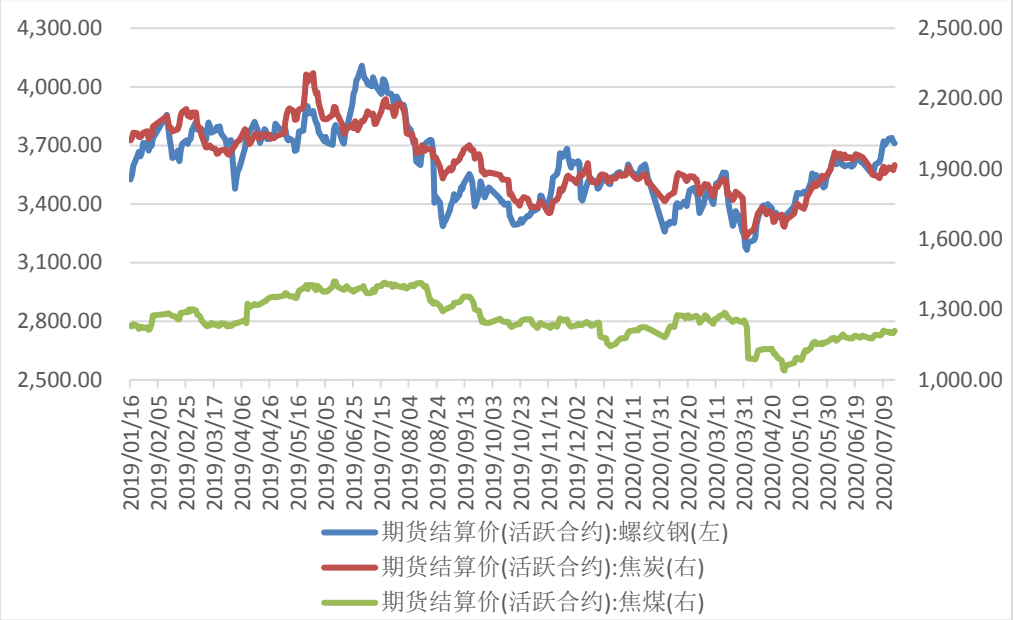
供需基本面仍然是影响原油价格的根本因素，经济恢复进展缓慢而反复，近期原油的供给增长超过需求。需求端，解封后，全球疫情持续在美国、巴西、印度等国家蔓延，每天新增病例连续创下新高，美国新增病例更是超过每天超 7 万例的历史记录，经济尽管有一定程度恢复，但恢复效果并不及预期，美国、澳大利亚、日本、德国等国家的个别地区因为疫情反弹特别严重甚至重新进行封锁，这必然对燃料的需求造成不利影响。供给端，沙特和俄罗斯主导的 OPEC+从 4 月一直在执行创纪录规模 970 万桶/日的减产协议，上月这一协议又延长至 7 月底，但本周 OPEC+召开的联合部长级监督委员会（JMMC）同意在 8-9 月期间缩减减产力度至 770 万桶/日，加上 5 月和 6 月未达到配额的国家将在 8 月和 9 月进行补偿性额外减产，实际减产规模将超过该水平，总减产规模可能达到约 810-830 万桶/日，这也意味着从下个月开始石油供给量将增加 150 万桶/日。原油供给的增长可能超过需求，对油价产生了承压，布伦特油价小幅下跌。但美国能源信息署（EIA）周三表示，截至 7 月 10 日当周，原油库存减少 750 万桶，至 5.317 亿桶，远高于市场分析师的预期，这对美国原油价格拉动的幅度似乎较大，美油价格略微上涨。

全球经济恢复提升对燃料的需求已支撑油价站稳在 40 美元之上，但全球疫情蔓延尤其是美国疫情在短时间内不会被遏制，病例正快速增长，同时 OPEC+减产力度降低，使得投资者对油价上涨产生怀疑。另外，中美关系持续紧张，双方在各领域发生的矛盾将对全球经济和贸易战产生不利影响，进而会影响到原有的需求，尽管美国是全球最大的产油国，但双方的争执对原油供给的影响微乎其微。因此，原油价格不存在大幅上涨的理由，预计短期内将维持在每桶 38-45 美元之间。

3.4 黑色产业链分析：供需基本面承压，黑色系价格涨幅不大

本周，螺纹钢 10 期货主力合约结算价较上周每吨上涨 8 元，或 0.22%，收报于 3711 元/吨；焦炭价格每吨上涨 35 元，或 1.86%，收报于 1916.5 元/吨；焦煤价格每吨上涨 4 元，或 0.33%，收报于 1208.5 元/吨。

图 21：黑色系价格涨幅较小（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

受连续两天释放政策降温信号影响，整体市场风险偏好有所下降，股市出现大幅回调，螺纹钢盘面价格小幅震荡，上涨幅度不大。基本面上，需求端，长江流域降水强度没有明显减弱，下游需求尚未完全恢复，螺纹钢本周现货交易量要低于上周。供给端，本周螺纹钢产量继续下降，已连续两周下降，从而使得螺纹钢库存增幅放缓，从库存结构看，由于下游螺纹钢用量减少，厂库向社会进行转移。整体而言，本周螺纹钢需求恢复节奏略有放缓，市场出现观望情绪，现货成交连续走弱，部分贸易商开始降价出货，盘面短期震荡整理。但中期仍存在一些利好因素，上半年基建数据表现良好、房地产市场有所回暖的情况下，下半年逆周期调节仍会进行，同时上半年发行的大规模专项债在下半年也将陆续使用，将有效拉动基建投资的需求。

本周焦炭价格上涨更多的是对之前价格大幅下跌后的一个补涨，由于下游需求不足，实际上贸易商接货行为谨慎，短期焦炭市场继续承压运行。不过在高利润刺激下，焦化厂开工继续维持高位。而下游钢厂利润继续呈收缩态势，焦炭库存增加，钢厂对焦炭采购也趋于谨慎，对焦炭压降意愿较强。近日焦煤需求旺盛，焦煤价格则较稳定，但国内焦煤产量有小幅下降，对价格有一定支撑，焦炉、高炉开工率仍保持高位。受进口政策收紧影响，海外煤炭通关难度较大，海外市场高炉有复产预期，但中国进口多保持观望，导致海运煤价格下跌。整体来看，焦煤供需平稳，基本面较好，预计将维持小幅震荡状态。

3.5 人民币兑美元汇率分析：中国经济持续向好，美元弱势未改，人民币汇率得到支撑

本周，人民币兑美元汇率中间价报 7.0043，较上周走贬 0.14%。即期汇率报 7.0002，较上周升值 0.1%。

无论是人民币对美元汇率中间价，还是人民币对美元即期汇率，本周都出现了收盘价涨破整数关口 7，落入 6 区间的情况。近期人民币汇率走势偏强，主要原因还是中国经济近期恢复速度明显快于其他国家，二季度经济数据显示中国经济持续向好，为人民币汇率带来了有力的支撑，加之美元指数近期持续偏弱运行的状态也间接推动了人民币的强势状态。

从中长期来看，人民币将会保持双向弹性。当前，人民币升值的情况也并未脱离官方定调的“保持人民币汇率双向弹性”的基本思路与政策基调，人民币调节外部冲击能力增强，央行货币增发配合需求扩张，最终维持了人民币对外及对内的价值稳定。如果疫情在下半年仍旧困扰全球经济发展，不排除各国加码货币宽松政策。届时，全球性通胀预期情绪可能会促使流动资金涌入人民币资产市场，为人民币汇率提供支撑，预计年内人民币汇率会在 6.9 至 7 之间波动。

图 22：人民币兑美元汇率中间价本周小幅下调



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 23：美元指数震荡回落



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

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。维持超配评级。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，短期上调评级为超配。
	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。维持标配评级，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，评级调整为标配。
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	十年国债利率当前位置，从胜率、赔率的角度上，加上“进一步通过引导贷款利率和债券利率下行”要求背书，开始具备一定的价值，中期上有顶、下有底，未来三个季度的高点预计不超过 3.2%。基本面仍是债市的地心引力，目前的调整与基本面同向但不同步，但是本轮利率低点大概率已现，反弹更多应以交易思维参与。
	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	超配	在当前的环境下，各价位的转债估值仍难言到底。反映到策略上，对于高估值的转债品种仍需要谨慎对待。在近期的择券过程中，可以在估值相对温和的品种中挖掘优质个券，而对于估值较高的品种，则尽量关注债底保护相对较强的品种，例如前期估值调整之后的银行转债和券商转债。择券上建议更多把握结构性机会，未来一段时间建议关注以下几个方面：（1）医药生物，从中长期来看，城镇化、老龄化都有利于医药生物行业的发展，短期来看，医药消费具有较强的刚性；（2）食品饮料等必需消费和复苏趋势强的可选消费；（3）作为政策调控重点的新旧基建；（4）科技板块的龙头公司，特别是与在线办公、无接触经济相关的领域；（5）受益于政策环境改善（再融资新规、注册制逐步推进）的券商。
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。