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：权益市场放量上涨，债券各期限收益率上行，监管层要求把握好信贷投放节奏（2020.7.06-2020.07.10）

金融市场分析周报　　2020 年 7 月 13 日

摘要

- **新冠肺炎疫情：新增病例激增，全球经济复苏担忧加剧，预计政府将加大经济刺激力度。**近一个月来美国、巴西等国家新增病例激增已导致全球新冠疫情累计确诊病例快速攀升至 1200 万例以上，预计这种增长趋势还将维持 1-2 个月时间。同时，疫情恶化也将对全球经济复苏再次造成拖累，这引发了投资者广泛担忧，进而对市场造成一定程度扰动。随着经济再次陷入衰退的可能性增大，预计政府将主要通过推出新一轮经济救助计划等财政政策来加大经济刺激力度。

- **CPI、PPI 数据：CPI 在洪灾和北京疫情的影响下，短期反弹，PPI 环比由负转正，同比跌幅收窄。**猪肉、蔬菜等食品价格，以及国际原油、铁矿石等大宗商品价格持续上涨，带动国内生活生产资料的价格上升，6 月 CPI、PPI 同比变动在市场预料中反转上升。不过国内需求仍不足导致 CPI 反弹幅度不大，而 PPI 反弹较明显。疫情的反弹、猪肉加大进口、石油和其他大宗商品价格保持稳定等因素，预计 7 月价格继续反弹，但上升幅度仍然不大。

- **金融数据：6 月新增信贷和社融规模稳步增长，贷款结构中，票据融资下降，中长期贷款高增，M2 增速亦持稳。**居民和企业中长期贷款大幅增加是拉动信贷增长的主要因素，其中居民中长期贷款高增同近期地产销售回暖相关性较高，而新增人民币贷款和银行承兑汇票是导致社融保持历史最高规模的原因。疫情后新增信贷投放明显，金融支持实体经济力度逐渐加大，经济走势维持稳步向好趋势，短期看政策更大幅度宽松预期有所降温。后续来看，未来信贷投放的节奏将预计更为平稳，贷款余额增速上升的速度可能较上半年放缓，但社融增速可能依旧上行，政府部门债务大幅增长支撑下的金融周期扩张，或仍支撑 M2 增速在高位维持。

- **资金面及央行公开市场操作：央行本周实现净回笼 2900 亿元，资金面边际收敛。**主要回购利率多数上行，隔夜回购加权利率在 2.2%附近，创下自 2 月初以来逾五个月新高，7d 加权价格也突破 2.3%。7 月作为缴税大月，再加上 7100 亿元特别国债发行缴款，料央行将重启公开市场操作来平稳短端利率。

- **利率债：本周，在权益市大幅上涨的影响下，长债收益率大幅上行，已经上涨超过疫情之前的水平，债券已经具备一定性价比。**全周，10 年国债上行 13BP 至 3.0275%，10 年国开债上行 26BP 至 3.465%，利率已经回到年初水平。6 月金融数据及近期央行表态对债市略偏空，债市已经完成对基本面和货币政策回归常态的重定价，债券收益率目前的水平已经回到年初甚至高于年初，市场情绪虽然尚未回到债券这一边，但是债券已经具备一定价值和性价比，短期仍会有股市、供求、监管等扰动，如果未来货币政策因为经济斜率回落而重新放松，则利率有望在未来一段时间逐步高位回落。关注 7 月政治局会议对于后续逆周期调控政策的定调。

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：权益市场情绪高涨，带动转债市场持续上涨。**本周权益市场延续 6 月 30 日以来的放量上涨趋势，情绪持续高涨，仅周五出现一定调整。可转债市场本周明显受到权益市场带动，指数创近 5 年新高。整体看，疫情防控得当使得经济恢复快、股债再平衡角度权益市场尚未高估、外资加速流入、偏股型公募基金带来增量资金等将带动权益市场持续积极，转债也将受到其带动继续向好，建议关注科技成长、金融、传统基建、可选消费等板块。

- **权益市场：本周 A 股市场强势上攻，股指纷纷创出新高，投资者情绪迅速进入狂热，牛市氛围显现。**量能维持在日均 1.5 万亿元的极度活跃水平，热点此起彼伏，个股普涨，赚钱效应明显。增量资金推动下市场仍有望保持强势，周五短线回落不改中期趋势。由于月底大规模解禁、海外疫情不确定等因素影响，叠加短线获利盘压力，市场或呈震荡式上行，个股分化料将加大。中期趋势向上背景下建议保持积极投资，但战术上做好个股波动风险防控。机会方面，挖掘中报预增股、低位补涨股。行业方面，中线继续看好银行、地产、建材等传统行业优秀龙头，消费和医药成长股，以及 5G、云计算、智能汽车、软件服务等领域的硬核科技公司。历史经验告诉我们，在市场狂热之时，投资者仍需保持冷静理性。正如我们上周分析，市场存在持续走强的支撑因素（经济修复、估值洼地、资金流入），但并不能支持连续暴涨。暴涨行情将难以持续，往后看，股指或呈震荡式上行，而个股将加大分化。

- **黄金：疫情恶化下，投资者避险情绪增加，金价突破每盎司 1800 美元。**新增病例数激增导致全球投资避险需求高涨，本周金价继续上涨，且连续三天稳定在每盎司 1800 美元以上，不过强劲的股市表现和积极的美国服务业数据等乐观经济数据也限制了金价的涨幅。疫情恶化及全球经济复苏担忧下，黄金依然是投资者面临较大不确定时的主要选择，同时疫情长时间蔓延下，国家民族主义和保护主义重新抬头，国际政治局势出现一定升温，导致全球的经济和地缘政治环境不断变化，也有利于提振金价，预计金价在短期震荡后仍有一定幅度的上涨。

- **原油：尽管经济复苏提振油价，但疫情新增病例激增导致油价承压，油价本周仅上涨约 1%。**近期公布的乐观的经济及原油库存数据是提振本周油价上涨的主要原因，但疫情的反弹也加大限制了油价涨幅。未来全球经济复苏将继续支撑对油价上涨，随着疫情恶化，OPEC 或将推出规模更大的减产计划，或者继续延长当前的减产计划，不过未来油价涨幅仍取决于疫情在何时被遏制住，预计短期内油价将在窄幅区间内震荡。

- **黑色产业链：提前备货下下游需求旺盛，近期黑色价格偏强势。**随着南方暴雨正在过去以及此前审批的 1 万多亿元地方专项债资金逐渐下达和发放，下游基建项目开始提前备货，加上近期地产业有所回暖，这增加了螺纹钢的需求，螺纹钢价格在本周大幅上涨。前期价格大跌后螺纹钢现存资源快速消化，利空出尽，钢厂对于涨价预期信心逐渐增强，预计螺纹钢价格继续稳中偏强态势。下游行业需求回升是拉动焦炭焦煤价格上涨的主要原因。在市场提前交易带来的市场需求较旺盛下，焦炭供需仍将偏紧，双焦价格或将继续上涨。

- **人民币汇率： 本周人民币兑美元中间价时隔三个月重回“6 时代”。**持续改善向好的经济基本面，中美利差扩大，A 股强势上涨，美元指数走弱，几大因素推动人民币升值。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，未来将在均衡水平附近保持双向波动。这主要是因为全球经济前景不确定性较高，可能对国内经济构成影响，同时全球的美元避险需求尚未消失。预计人民币不会持续大幅升值，将在“7”关口迂回。

目录

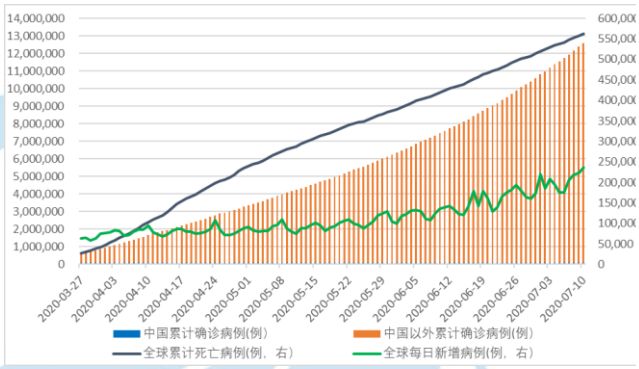
一、 本周重点经济数据分析.....4
1.1 全球疫情形势.....4
1.2 6 月 CPI/PPI 数据.....4
1.3 6 月社融数据.....6
二、 固定收益市场分析.....9
2.1 资金面分析.....9
2.2 利率债走势分析.....11
2.3 存单与信用债分析.....12
2.4 可转债分析.....13
三、主要资产价格分析.....14
3.1 权益市场分析.....14
3.2 黄金市场分析.....17
3.3 原油市场分析.....18
3.4 黑色产业链分析.....19
3.5 人民币兑美元汇率分析.....21

一、 本周重点经济数据分析

1.1 新冠疫情新增病例激增，全球经济复苏担忧加剧，预计政府将加大经济刺激力度

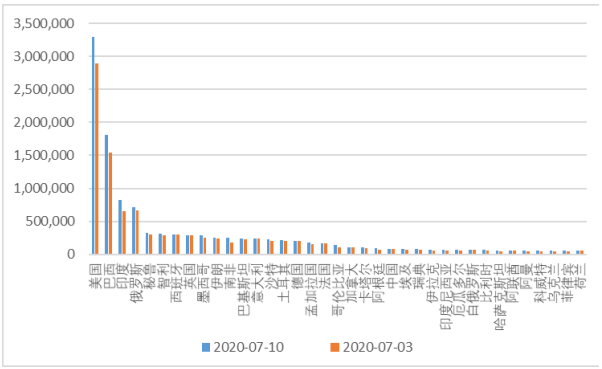
全球新冠疫情新增病例数急剧增加，预计增长趋势仍将维持一段时间。据 WIND 统计数据，截至 7 月 10 日，全球新冠肺炎疫情累计确诊病例 1258 万例，比上周大幅增加 138.7 万例，连续创下单周新高；累计死亡病例近 56.2 万例，增加 3.2 万例。疫情新增病例数从 6 月中旬开始呈加速增长趋势，尤其是进入 7 月以来更是创纪录增长，其中增幅最大的国家是美国、巴西、印度和南非。疫情最严重的美国有近 330 万例确诊，全国有多达 37 个州的疫情出现恶化，新增病例连创新高，本周五创下历史最高的 7.1 万例，其中佛罗里达州、德克萨斯州、加利福尼亚州最严重，这些州为应对疫情正在重新实施一些限制措施，计划重启的经济再次受到冲击。位居第二的巴西本周新增 26.5 万例，第三的印度新增 17.2 万例，此外处于疫情中心的南美国家墨西哥、哥伦比亚等也新增较多。

图 1：全球累计确诊病例逾 1250 万，死亡近 56.2 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

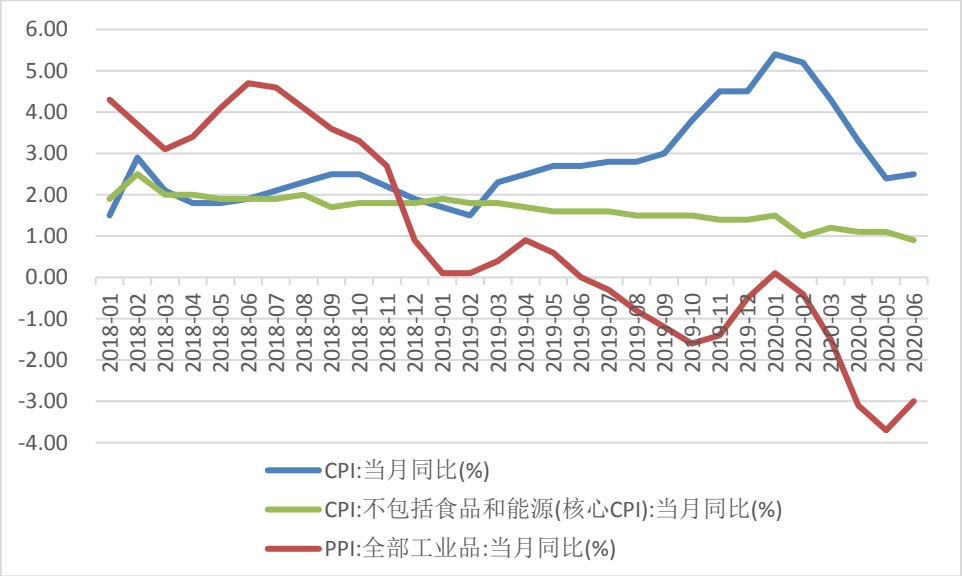
投资者担忧疫情恶化将对正在复苏的全球经济再次造成拖累。目前已有证据显示，新一波疫情正在导致美国疫情严重的加利福尼亚、德克萨斯、佛罗里达等州的商业缩减规模或重新关门，人们开始再次居家减少外出，从而导致美国初露苗头的经济复苏势头正在减弱。上周首次申请失业金人数仅比前一周下降 10 万人，低于市场的预期。疫情形势的反弹也逼迫美国不得不推出新一轮刺激计划。在额外的失业救济金接近到期之际，美国财长本周已经表示政府正在与参议院合作，争取在 7 月底之前通过一项与疫情相关的经济救助新法案，以支持向家庭发放第二轮所谓的经济影响付款，扩大无薪休假工人的失业福利，以及为小企业提供更有针对性的薪资保障计划。在欧洲，欧盟委员会本周发布的最新经济展望报告称，欧盟和欧元区今年经济萎缩程度将比此前预期更严重，明年复苏也将更缓慢，预计欧盟和欧元区经济 2020 年将分别萎缩 8.3%和 8.7%，2021 年将分别增长 5.8%和 6.1%。同时，欧盟现在还面临疫情二次暴发的风险，因此 2020 年疫情对经济活动的影响将比预期的更为严重。为应对疫情影响，欧盟 5 月底已提议通过发债方式筹集 7500 亿欧元的“恢复基金”，但 27 个成员国目前对刺激计划依然存在较大分歧。如果疫情继续恶化，预计各国将出台更多的财政和货币刺激政策。

1.2 6 月价格符合预期表现，CPI 同比涨幅小幅反弹，PPI 跌幅收窄

国家统计局 7 月 9 日发布的全国价格数据显示，6 月居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.5%，比上月上升 0.1 个百分点，为连续四个月下降后首次反弹，但扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨

0.9%，回落 0.2 个百分点；6 月工业生产者价格指数（PPI）同比下降 3%，降幅大幅收窄 0.7 个百分点，连续四个月降幅扩大后首次收窄。CPI、PPI 同比上升，PPI 升幅较大，都在市场预料之中，统计局稍早前发布的 6 月 PMI 数据中，主要原材料购进价格指数和出厂价格两个价格指数同比分别大幅提高了 5.2 和 3.7 个百分点。

图 3：6 月 CPI、PPI 同比变动符合市场预期（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

CPI 同比上涨主要归因于猪肉、蔬菜等食品价格的回升，其中猪肉仍是主要推动力。食品价格 6 月同比上涨 11.1%，涨幅扩大 0.5 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.24 个百分点，其中最重要的猪肉价格同比涨幅仍处在高位，仅下降 0.1 个百分点至 81.6%，原因是生猪出栏减缓、防疫调配要求从严、进口量减少等导致猪肉供应偏紧，同时餐饮和团体消费需求有所回升。鲜菜价格是另一个推动 CPI 上涨的主要因素，南方洪涝灾害多发、北京疫情反复等因素导致部分地区蔬菜供应紧张，6 月鲜菜价格同比上涨 4.2%，大幅回升 12.7 个百分点。非食品价格同比变化不大，仅下降 0.1 个百分点至 0.3%，影响 CPI 上涨约 0.24 个百分点。此外环比看，6 月 CPI 环比下降 0.1%，降幅收窄 0.7 百分点，其中食品价格环比上涨 0.2%，影响 CPI 上涨约 0.04 个百分点；非食品价格由上月持平转为下降 0.1%，影响 CPI 下降约 0.1 个百分点。

图 4：猪肉、鲜菜等食品价格是推动 CPI 同比上涨的主因（%）

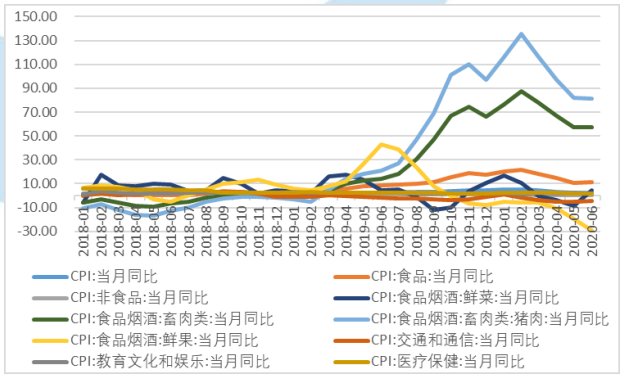
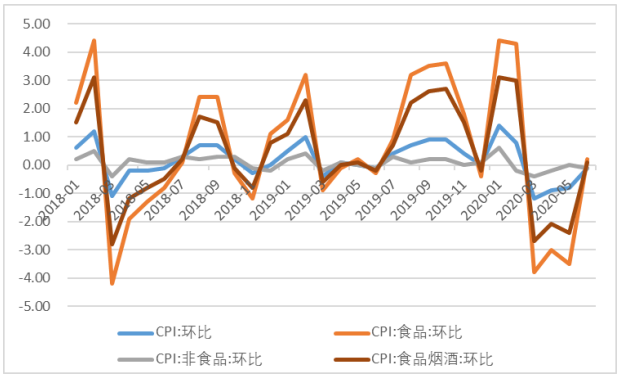


图 5：非食品价格影响 6 月 CPI 环比下降 0.1%（%）

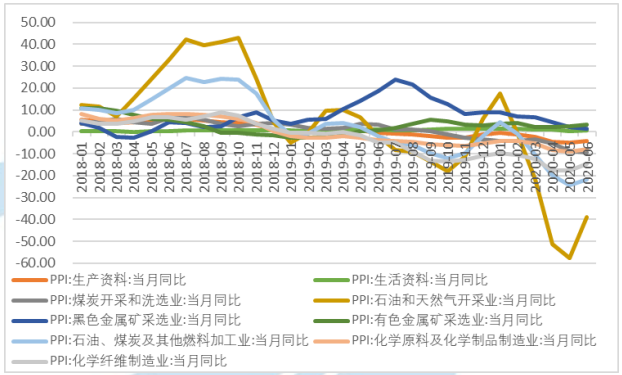


资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

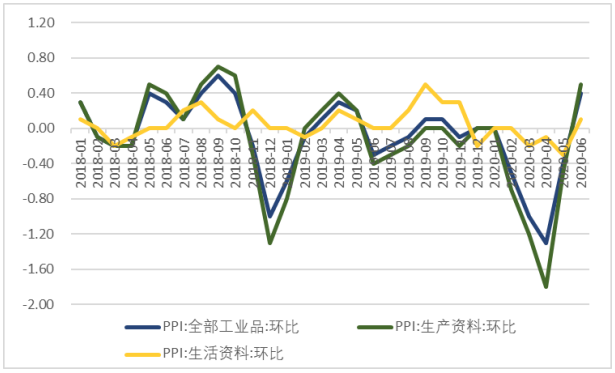
由于国际原油、大宗商品等主要工业品价格在 5-6 月期间持续上涨，PPI 同比降幅大幅收窄。其中生产资料价格下降 4.2%，降幅收窄 0.9 个百分点；生活资料价格上涨 0.6%，涨幅扩大 0.1 个百分点。与原油、大宗商品相关的石油和天然气开采业，石油、煤炭及其他燃料加工业，化学纤维制造业，化学原料和化学制品制造业，黑色金属冶炼和压延加工业价格，有色金属冶炼和压延加工业等几个行业的价格尽管下降较多，但降幅收窄。由于下游需求不足，煤炭价格一直较疲软，使得煤炭开采和洗选业价格同比降幅扩大 0.5 个百分点。6 月 PPI 环比由上月下跌 0.4%转为上涨 0.4%，其中生产资料上涨 0.5%，生活资料上涨 0.1%。

图 6：受原油、大宗商品价格持续上涨影响，6 月 PPI 同比降幅收窄（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 7：6 月 PPI 环比由降转升，生产资料上涨 0.5%（%）



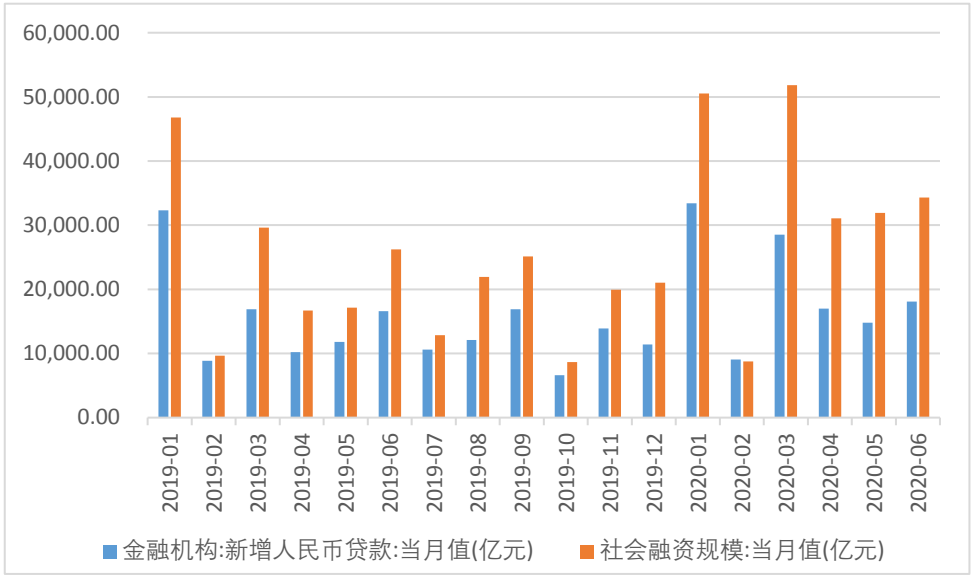
资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

1.3 6 月新增信贷和社融规模保持较高水平，金融支持实体经济恢复力度加大

人民银行 7 月 10 发布的金融数据显示， 6 月新增信贷和社融规模稳步增长，M2 增速亦持稳。新增人民币信贷规模 1.81 万亿元，同比增加 1500 亿元；新增社会融资规模 3.43 万亿元，同比增加约 8057 亿元。货币供应量继续保持高速增长，广义货币供应量（M2）同比增长 11.1%，连续三个月保持在这一水平；狭义货币供应量（M1）同比增长 6.5%，增速较上月下降 0.3 个百分点。6 月金融数据基本符合预期，未超出市场预期。从结构上看，疫情后新增信贷投放恢复明显，金融支持实体经济恢复力度加大，经济走势维持稳步向好趋势，短期看政策更大幅度宽松预期有所降温。

上半年累计看，为帮助实体经济应对疫情冲击，金融系统持续发力，社会融资规模、广义货币增速都明显超过去年同期。2020 年 1-6 月，人民币贷款累计增加 12.09 万亿元，同比多增 2.42 万亿元；人民币贷款余额 165.2 万亿元，同比增长 13.2%。2020 年 1-6 月，社会融资规模增量累计为 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元，至 6 月底社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，增速比上年同期高 1.6 个百分点。

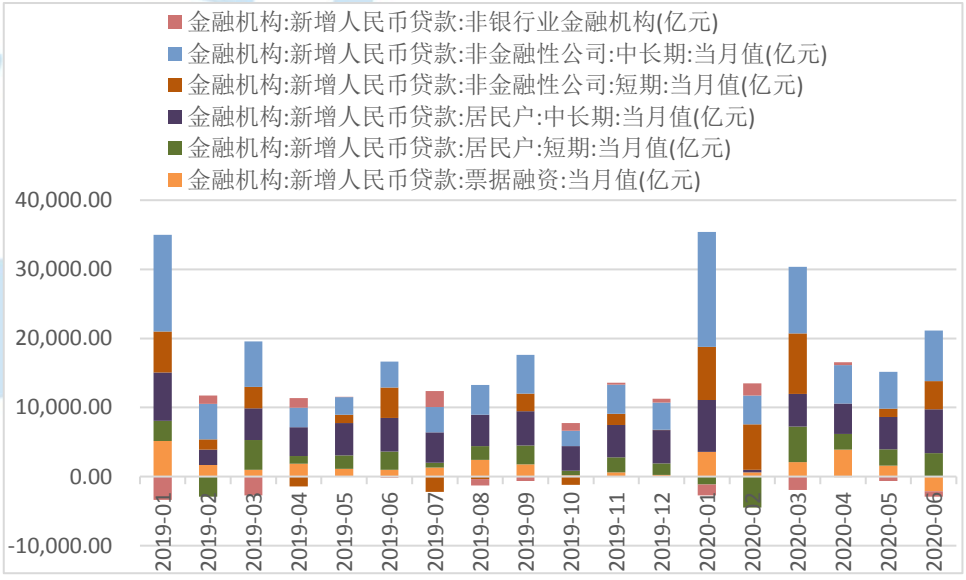
图 8：6 月新增信贷和社融规模保持在较高水平（亿元）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

从新增信贷结构看，居民和企业中长期信贷是拉动信贷快速增长的主要因素，居民中长期贷款的快速上升，反映房地产销售显著回暖。6 月新增短期贷款 7451 亿元（其中在央行打击套利空转的政策下，票据融资减少 2104 亿元），新增中长期贷款 13697 亿元，可见中长期信贷仍保持较快增长，同比增加 5086 亿元，明显高于上月 2766 亿元，其中，从企业部门中长期信贷来看，6 月新增 7348 亿，同比多增 3595 亿，仍维持一定增量，或与专项债、特别国债等持续放量发行有关，项目进度提速，贷款融资需求维持高位；从居民部门中长期信贷来看，6 月新增规模 6349 亿，与去年同期的 4662 亿相比显著回升，反映房地产销售显著回暖，各地调控政策分化，个别城市政策的边际放松刺激销售需求上行，中长期贷款仍是 6 月信贷增长的主要拉动力。6 月信贷数据主要呈现三方面特征：一是信贷资源投放更实，在连续数月的票据融资正增长之后，本月首现负增长；二是居民短贷和中长期贷款均在疫情后较快修复，同比增长较多；三是信贷资源向实体企业倾斜较年内前几个月有所改善，表明信贷支持实体经济的力度在政策引导下，有所加强。

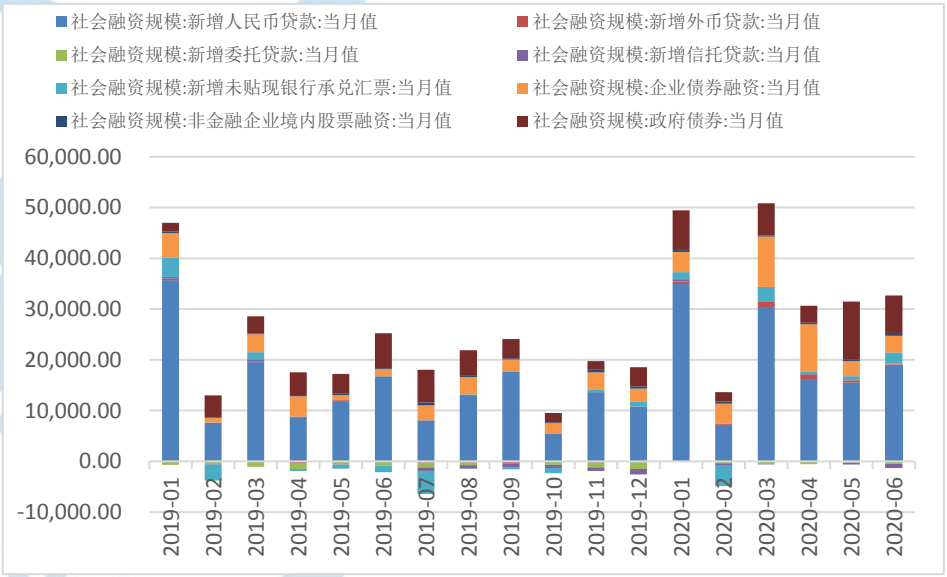
图 9：中长期信贷仍然是拉动信贷快速增长的主要因素（亿元）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

社融规模方面，6 月新增社会融资规模 3.43 万亿元，为同月份的史上最高，新增人民币贷款和银行承兑汇票是拉动社融保持历史高位的主要原因。6 月政府新发行的各种政府债券从上月大幅下降，仅为 7400 亿元同期，6 月在特别国债开始发行的情况下，一般国债和地方债发行延后，国债净融资规模环比增加，地方债净融资回落，后期地方债和一般国债发行压力仍然较大。人民币贷款新增 1.9 万亿，比上月增加 4541 亿元，银行承兑汇票比上月大幅增加 1353 亿元至 2189 亿元。其他融资方面，企业通过债券融资 3311 亿元，较上月略有回升，但与 3-4 月份近万亿的企业债券融资规模已“不可同日而语”。企业债券融资逐步降温的背后，是利率迅速走高带来的债券取消发行潮。新增非标融资 853 亿元，其中委托贷款受政策影响继续减少 852 亿元。央行指出，上半年社融增量明显高于去年同期，融资结构具有以下几个特点：一是金融机构对实体经济信贷支持力度增强，金融机构对实体经济发放贷款，处于历史上最高水平；二是金融市场对实体经济提供的债券、股票直接融资支持幅度大幅增长，比较突出；三是金融体系积极配合财政政策发力，6 月发行了特别国债，当月国债净融资为 4392 亿元，是去年同期的三倍多。

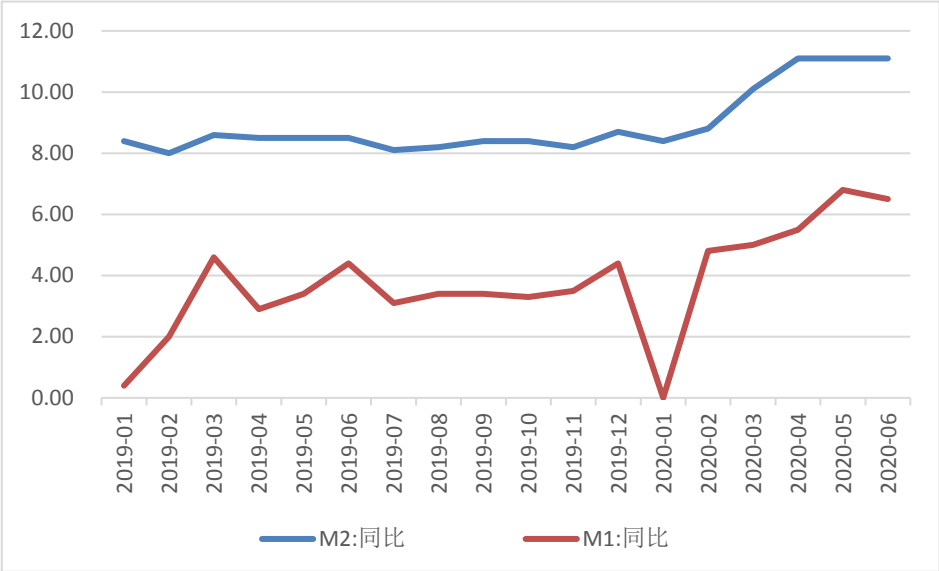
图 10：新增人民币贷款和银行承兑汇票拉动 6 月社融规模创下同比历史最高（亿元）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

较高的社融、信贷增速，也推升货币供应量水平。6 月 M2 余额 213.49 万亿元，同比增长 11.1%，增速与上月持平，比上年同期高 2.6 个百分点。M2 增速维持不变，主因在于货币政策已经由抗疫期间的“紧急”模式切回现在“稳健”模式，流动性调控更加注重精准直达。在央行打击套利空转的政策下，6 月 M1 增速有所放缓，同比增长 6.5%，增速比上月低了 0.3 个百分点，但仍比去年同期高 2.1 个百分点。

图 11：6 月 M2 同比增长 11.1%，M1 同比增长 6.5%（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

后续来看，根据 7 月 7 日央行和银保监会金融支持稳企业保就业工作座谈会的精神，未来信贷投放的节奏将更为平稳，贷款余额增速上升的速度可能较上半年放缓，但社融增速可能依旧上行，政府部门债务大幅增长支撑下的金融周期扩张，或仍支撑 M2 增速在高位维持。

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 2900 亿元，资金面边际收敛。

1）央行的公开市场操作：本周央行未开展公开市场操作，净回笼 2900 亿元

本周央行未开展逆回购操作，因本周有 2900 亿元逆回购到期，央行本周实现净回笼 2900 亿元。下周（7 月 13 日至 7 月 17 日）央行公开市场有 2000 亿元 MLF 到期，无正逆回购和央票等到期。

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	-1800	-1100	0	0	0
7 天	0	0	0	0	0
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）365D	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	-1800	-1100	0	0	0

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，主要回购利率多数上行。

本周资金面边际收紧，主要回购利率多数上行，隔夜回购加权利率在 2.2%附近，创下自 2 月初以来逾五个月新高，7d 加权价格也突破 2.3%。央行公开市场逆回购持续空窗，叠加月中缴税临近，股市情绪高涨，资金风险偏好提升，对债市形成压制，对流动性产生一定“虹吸作用”，资金仍显紧俏。目前 DR007 已升至 7 天逆回购操作利率附近，资金面可能已从月初的季节性宽松来到央行较为合意的水平。

表 2：本周货币市场利率（%）

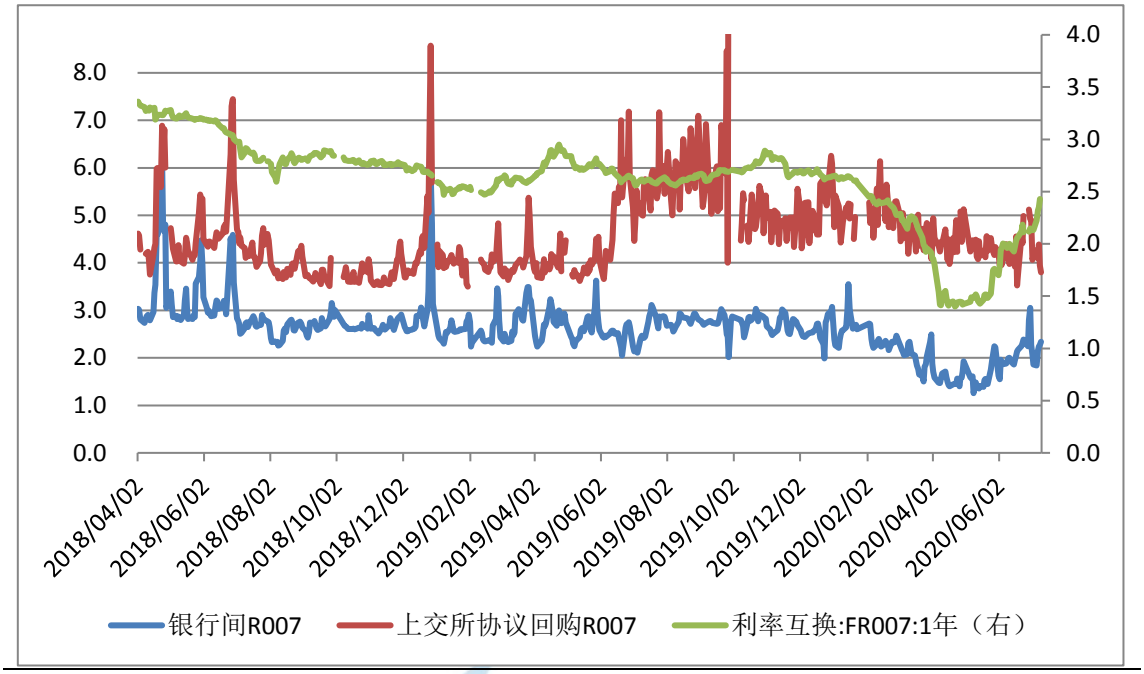
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	1.4025	1.7793	2.1366	2.2548	2.2174
	R007	1.8398	2.1485	2.2346	2.2735	2.3385
	R014	1.9176	2.1964	2.3507	2.3253	2.3670
	R021	1.8268	2.0250	2.1314	2.2612	2.1191
	R1M	2.0839	2.3977	2.3709	2.4516	2.5865
上交所协议回购	206001	5.0040	4.4680	4.4870	4.6510	4.6500
	206007	4.2690	4.1000	4.3840	3.9510	3.8030
	206014	4.9250	4.8880	4.5670	4.5710	4.9430
	206021	5.7780	5.7900	6.4520	6.0720	5.8400
	206030	5.2650	5.1830	6.0540	5.7280	6.1440
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：7 月作为缴税大月，再加上 7100 亿元特别国债发行缴款，料央行将重启公开市场操作来平稳短端利率。

7 月作为缴税大月，再加上 7100 亿元特别国债发行缴款，对流动性形成明显消耗，另外还有共近 7000 亿的 MLF（中期借贷便利）和 TMLF（定向中期借贷便利）到期，短期内市场流动性缺口压力较大，在股市火热的背景下，若降准未能落地，则长期资金会存在巨大缺口，需要央行补充中长期流动性。预计央行将重启公开市场操作来平稳短端利率，央行有两种对冲的可能性，一种是通过投放增量 MLF 或定向降准等方法，适度补充中长期流动性，有利于资金利率维持平稳或小幅下行。另一种则是延续上月基本依靠投放逆回购的模式，进行 MLF 缩量或等量续做，中长期资金继续回笼。

图 12：本周资金面边际趋紧（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

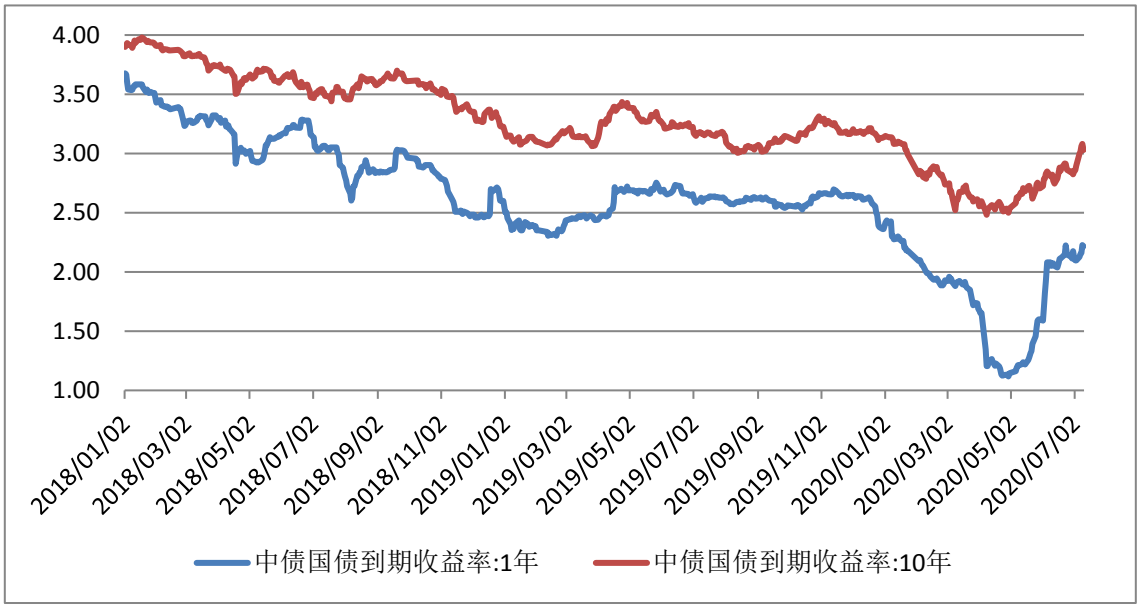
2.2 利率债走势分析：长端利率债收益率大幅上行，市场情绪不在债市一边，但债券已经具备一定性价比

1）利率债走势复盘：权益市场大幅上涨，进一步打击了债市本就脆弱的情绪，10 年国债收益率升至疫情之前的水平

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 100.3650，较上周下降 1.17%。10 年期国债期货主力合约 T2009 价格 98.5700，较上周下降 1.40%。2 年期国债期货主力合约 TS2009 价格为 100.6350，较上周下降 0.54%。值得关注的是，周四 T2009 深 V 反弹，盘中跌幅一度达到-0.5%，尾盘收窄至-0.08%，全天成交量 12.14 万手，创上市以来纪录。国债期货的放量反弹，估计是日内超跌之后空单的获利了结。

本周，在权益市大幅上涨的影响下，股债跷跷板演绎极致，长债收益率大幅上行，已经上涨超过疫情之前的水平。周一至周四，权益市场情绪极度亢奋，周一上证综指单日涨幅超过 5%，成交量大幅放大。债市本就因为 5 月以来央行连续收紧的态度，持续弱势，而权益市场的上涨给了本就战战兢兢的债市又一记沉重打击，一方面，权益市场上涨对债市资金有一定的影响，7 月是缴税大约，资金面本就面临波动，股市大涨可能造成债基及固收类产品的赎回，进一步影响资金面，其实股市资金分流本身影响有限，但是在债券弱势的情况下，利空就容易放大；另一方面，权益市场大大涨，特别是金融、地产等周期股的大涨，说明市场预期经济基本面有望持续改善，这对债市是真实的利空。全周，10 年国债活跃券 200006 上行 13BP 至 3.0275%，已经超过春节前 1 月 23 日收益率 2.9932%，10 年国开债活跃券 200205 上行 26BP 至 3.465%，同样超过了春节前的收益率水平。值得关注的是，交易更加活跃的 10 年国开债活跃券 200205 较国债上行幅度更大，且周五下午两者走势相反，200006 收益率下行，而 200205 收益率却上行，可能是交易盘主导下的 200205 仍在市场悲观情绪过度反应中继续被上推。

图 13：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：6 月金融数据及近期央行表态对债市略偏空，债券已经具备一定性价比

6 月的重要经济数据已经公布里两项，分别是通胀数据，及金融数据。其中通胀数据对债市中性，而 6 月金融数据对债市略偏空。从通胀数据来看，核心 CPI 走弱，说明终端需求乏力，但是 PPI 触底反弹，预计年内继续温和回升。从金融数据来看，6 月社融存量增速续升至 12.8%，创 18 年 5 月以来新高，6 月居民中长贷创下近年同期新高，而 1-6 月居民中长贷总额也略高于去年同期，反映房地产需求恢复，投资需求提升，企业、政府部门加杠杆与存款少增对应房地产、基建投资与政府公共服务支出扩张。虽然 6 月的数据比较积极，但是这是上半年宽货币和宽信用支撑下的结果。在 7 月 7 日央行联合银保监会召开的金融稳企业保就业的座谈会上，央行对信贷的态度也发生了一些变化。其表述为：把握好信贷投放节奏，与市场主体实际需求保持一致。从这个表述中，传递出的信号是信用扩张未来要依靠实体的融资需求，供给端的政策红利要退出消失了，同时近期债券利率的上行对后续社融的规模会带来一定的抑制作用，后六个月，社融增速可能有所回落，尤其是资金密集型行业比如地产，可能受到的影响比较明显，这可能会对经济动能形成一定压制。高度关注 7 月政治局会议对于后续逆周期调控政策的定调。

于债市而言，债市已经完成对基本面和货币政策回归常态的重定价，债券收益率目前的水平已经回到年初甚至高于年初，市场情绪虽然尚未回到债券这一边，但是债券已经具备一定价值和性价比，短期仍会有股市、供求、监管等扰动，如果未来货币政策因为经济斜率回落而重新放松，则利率有望在未来一段时间逐步高位回落。

2.3 存单与信用债分析：各期限信用债收益率大幅上行

1）一级市场发行：存单发行量和净融资量均小幅减少，信用债发行量较上周小幅上涨

本周同业存单发行量较上周有所下降，本周存单发行量约 2,453.70 亿元，较上周发行量下降 11.03%。本周存单到期量为 1,906.80 亿元，较上周到期量上涨 0.47%。

信用债方面，一级市场信用债发行量上涨。本周非金融企业短融、中票、企业债和公司债合计发行约 1,806.87 亿元，较上周环比上涨 2.79%。

2） 二级市场走势及信用利差：存单及信用债收益率各等级及各期限收益率均大幅上涨

各期限存单收益率均上涨，1M 存单收益率较上周上涨 56.93bp，3M 期存单收益率较上周上涨 39.01bp，6M 期存单收益率较上周上涨 33.78bp，9M 期存单收益率较上周上涨 25.83bp。

信用债二级市场方面，信用债各等级及各期限收益率均上涨，AAA 级 1 年期、AAA 级 3 年期、AAA 级 5 年期较上周分别上涨 30.52bp、上涨 40.51bp、上涨 27.10bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别上涨 31.52bp、上涨 40.51bp、上涨 27.10bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别上涨 29.52bp、上涨 38.51bp、上涨 24.80bp。

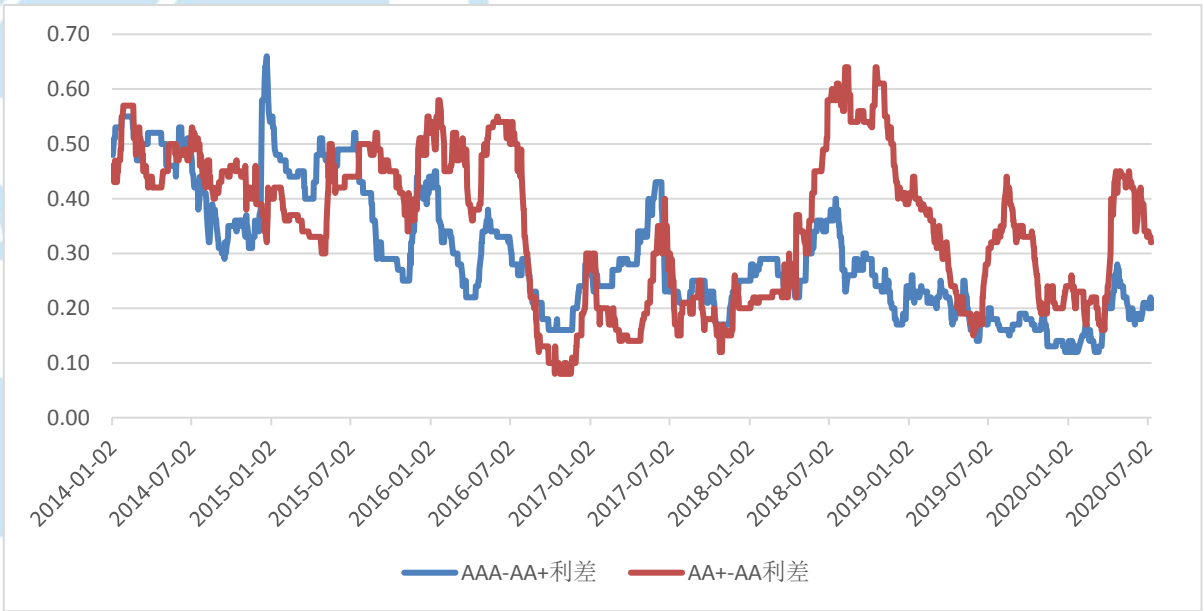
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	3.011	16.80%	30.52
信用债(AAA)：3 年	3.5763	27.30%	40.51
信用债(AAA)：5 年	3.952	31.20%	27.10
信用债(AA+)：1 年	3.191	14.90%	31.52
信用债(AA+)：3 年	3.776	26.60%	40.51
信用债(AA+)：5 年	4.232	29.00%	27.10
信用债(AA)：1 年	3.461	16.80%	29.52
信用债(AA)：3 年	4.096	24.30%	38.51
信用债(AA)：5 年	4.592	25.40%	24.80

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 2BP 至 32bp。

图 14：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

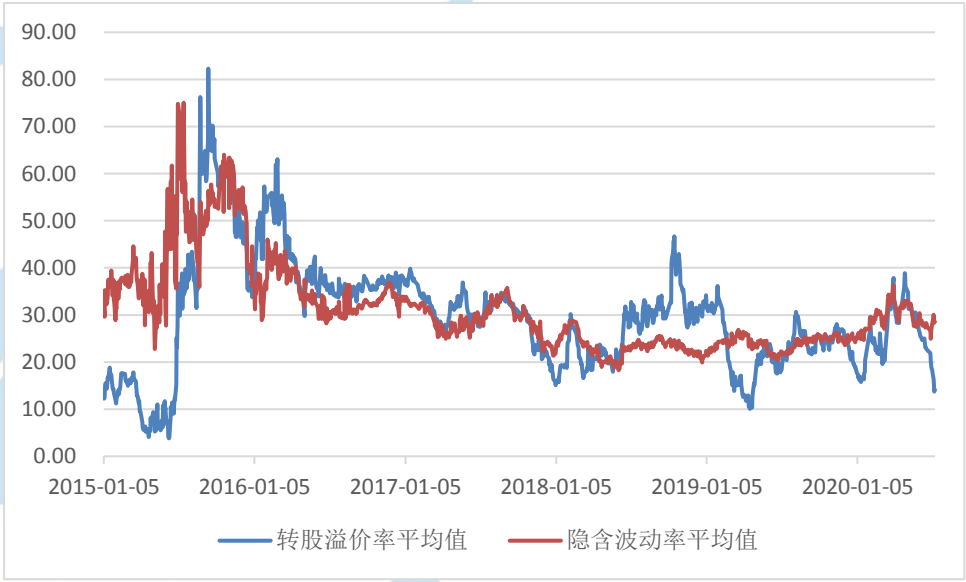
2.4 可转债分析：受权益市场带动上涨，转债指数创近 5 年新高，短期宜顺势而为

1）可转债的走势复盘：权益市场延续放量上涨趋势，带动转债持续上涨，市场情绪向好

本周权益市场延续 6 月 30 日以来的放量上涨趋势，情绪持续高涨，仅周五出现一定调整，上证指数本周上涨 7.31%，深证成指本周上涨 9.96%，创业板指本周上涨 12.83%，中小板指本周上涨 10.40%，市场关于牛市的讨论热烈。可转债市场本周明显受到权益市场带动，本周上证转债上涨 2.88%至 329.50，深证转债上涨 6.31%至 269.25，中证转债上涨 3.99%至 372.29，创近 5 年新高，但整体来看表现仍然稍弱于权益市场。其中，振德转债、至纯转债、新莱转债、克来转债、华钰转债等涨幅居前，总体看医药、机械制造以及 TMT 等板块表现相对更好，横河转债、康隆转债、寿仙转债、盛路转债、星帅转债等跌幅居前，全市场仅一成不到转债录得下跌行情且跌幅较小，近期权益市场高歌猛进带动大部分转债上涨，甚至在周三英科转债出现了 1000 元的开盘价，刷新可转债 27 年历史最高价。一级方面，本周有三只新债发行，分别是宁建转债、安 20 转债、湖盐转债；五只转债于本周上市，分别是永兴转债、中矿转债、思特转债、上机转债和寿仙转债。

从近五年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，本周转股溢价率依然呈现下跌，主要系转债表现不及正股涨幅所致，隐含波动率持续上行，市场情绪受到权益市场带动再次向好。

图 15：近五年转债转股溢价率和隐含波动率趋势图（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2）可转债的展望：预计权益市场将持续积极并带动转债向好，宜顺势而为

我国疫情防控全球领先，经济恢复较其他经济体更快；从股债再平衡角度来看，权益市场尚未高估；高股息、低估值资产吸引力强，外资加速流入；偏股型公募基金发行节奏加快，成为市场重要的增量资金。上述因素构成对权益市场走势将持续积极的判断基础，预计转债也将受到权益市场带动向好。

6 月以来权益市场情绪持续高涨，在正股的带动下，转债市场也表现不错，指数上看一度超过一季度高点，预计权益市场拐点尚未到期，对转债也可以更加乐观。转债方面短期宜顺势而为，预计市场将震荡上行，总体来看关注有明显业绩催化的优质标的以及政策利好板块。对应到转债行业布局方面，建议关注以下主线：（1）科技成长等或仍是主要弹性来源；（2）同时可关注前期滞涨的低估板块例如金融等；（3）此外未来随着公司半年度业绩预告逐渐公布，关注盈利逻辑；（4）传统基建以及相关的公用环保，（5）可选消费如汽车和地产后周期的家居。

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：牛市氛围显现 市场或呈震荡式上行

1) **权益市场走势复盘：本周 A 股放量上涨，就是氛围显现**

本周市场强势上攻，量能急剧放大。上证指数上半周冲击 3400 点，下半周有所回落，最终收于 3383 点，全周累计上涨 7.31%；同期深圳成指和创业板指分别上涨 9.96%和 12.83%。伴随股指突破式上涨，量能急剧放大：周内两市合计成交高达 8.19 万亿元，环比放大近 8 成，创出 2016 年以来最高。

盘面上，上半周权重蓝筹（金融、地产）强势崛起，尤其是券商作为领头羊，带领股指直接攻克 3200 点、3300 点两大关口；下半周，成长股和中小盘题材股轮动活跃，量能维持在 1.5 万亿元的极度活跃水平，热点此起彼伏，个股普涨，赚钱效应明显；周五受短线超买和疫情担忧影响，权重蓝筹和港股出现回落，大涨之后短线有所分歧。综合看，周内市场强势特征明显，投资者情绪迅速进入狂热，牛市氛围显现。

图 16：股指强势突破 牛市氛围显现



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

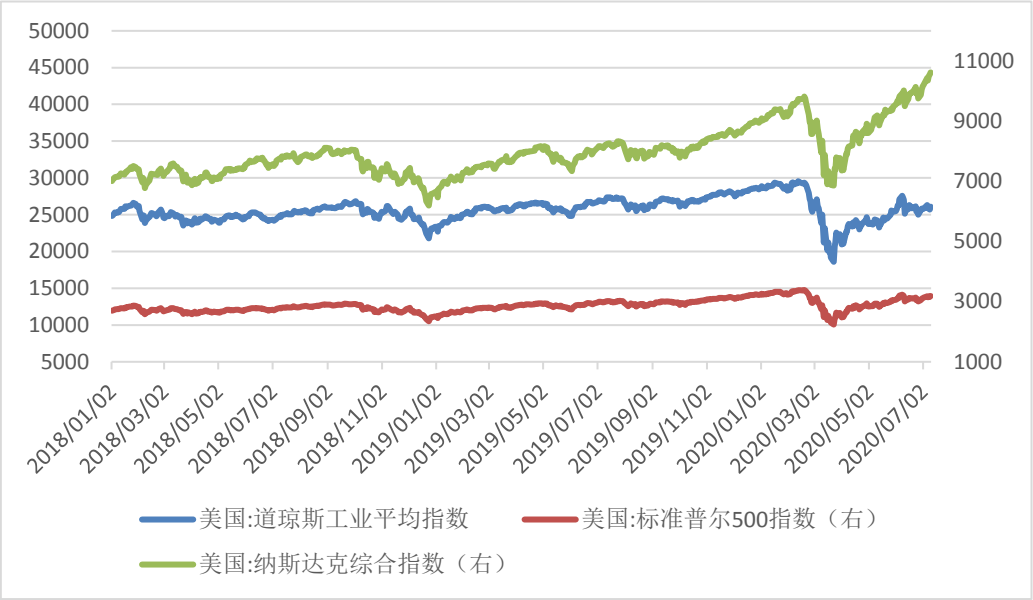
美股三大股指本周均上涨，但是美股指数走势的分化，说明靠大放水托起的股票市场，根基摇摇欲坠。道指本周周涨 0.96%，报 26075.3000 点。纳指报 10617.4400 点，本周周涨 4.01%，标普 500 指数报 3185.0400，本周周涨 1.76%。

从 6 月初开始，美股的走势已经明显分化，彼时纳指顺利突破新冠疫情调整前的高位，创造历史新高。但是，道指和标普却遇阻未能突破，呈现横盘整理的态势，截至北京时间 7 月 10 日，美国新冠病毒确诊病例达逾 320 万例，新增 47944 例至 3206876 例，占全球确诊病例的逾四分之一。死亡病例达 13.5 万例，新增 710 例至 135572 例，占全球死亡人数的近四分之一。此外，美国还创出了单日确诊病例超 6 万人的纪录，特朗普重启经济的政策正引发新冠疫情的失控。而股市能够幸免于难的原因在于美联储的持续扩表，总资产接近 7.2 万亿美元站上历史高位。同时，美国联邦政府的持续刺激计划和失业补贴，

新冠疫情爆发以来，美国国会先后通过了四轮经济纾困计划，内容包括发放失业救济金、现金支票、小企业贷款、补助航空公司等等，总额近 2.9 万亿美元。其中，第三轮救援计划金额高达 2.2 万亿美元，创美国历史之最。7 月 10 日，随着疫情的持续恶化，特朗普政府表示将考虑新一轮 1 万亿美元的失业补贴和刺激计划。

不过，美国放水量能正在变慢，实际上从道指和标普 6 月以来的表现也能看出，放水对股市的边际效用在递减，而且大量的资金涌向了以“FAAMG”为首的科技股。美股指数走势的分化，说明靠大放水托起的股票市场，根基并不扎实，靠打强心针维持的经济也摇摇欲坠。

图 17：美股三大股指均上涨



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

3）权益市场展望—短线回落不改中期趋势 重点关注绩优价值 兼顾核心成长

投资者积极涌入，大量资金入市成就 A 股大涨。根据中证登数据，5 月新增投资者数量达到 121.41 万，同比增长 5.34%。据媒体报道，券商营业部开户近期再现热潮，大量个人投资者新进市场。公募基金也大量发售，爆款基金频现，为市场不断提供增量资金。同时，周内陆股通北向资金也加速流入 A 股。本周北向资金合计净流入资金 282 亿元，7 月以来 8 个交易日累计净流入 585 亿元，今年以来则净流入了 1767 亿元。场内两融余额也大幅增加，截至 7 月 9 日两融余额达到 13265 亿元，较 6 月底增加 1627.59 亿元，并达到 2016 年以来最高点。市场热情可见一斑。

历史经验告诉我们，在市场狂热之时，投资者仍需保持冷静理性。正如我们上周分析，市场存在持续走强的支撑因素（经济修复、估值洼地、资金流入），但并不能支持连续暴涨。暴涨行情将难以持续，往后看，股指或呈震荡式上行，而个股将加大分化。

其一，经济延续缓慢复苏。6 月 CPI 为 2.5%，前值 2.4%；PPI 为-3.0%，前值为-3.7%。其中 CPI 上升主要是猪肉和鲜菜环比涨幅较大，PPI 回升主要是国际油价反弹的滞后影响。物价数据环比有所回升，反映出经济在持续修复过程中，有利于强化市场的经济复苏推动逻辑；不过 PPI 依然处于收缩状态，显示经济复苏并不强劲。

其二，央行数据显示，6 月我国新增人民币贷款 1.81 万亿元（预期值 1.77 万亿元），新增社融 3.43 万亿元（预期值 3.05 万亿元），M2 同比增长 11.1%（预期值 11.1%）。金融数据总体超预期，流动性环境整体依旧宽松，不过近期债市受多个因素影响持续回调，无风险利率有所上行。

其三，创业板指逼近 2800 点，根据深交所数据，截至 7 月 10 日板块平均市盈率 60 倍。市场结构性高估值的局面更加凸显。周内创业板平均换手率超过 5%，逼近 2 月末高点水平，市场处于亢奋状态。另一面，周四东方财富公告控股股东拟减持公司不超过 2%股份，社保基金拟减持不超过 2%中国人保股份，国家集成电路产业投资基金拟减持北斗星通、汇顶科技以及太极实业等 1%-2%的股份。大小非股东减持在火热的市场下正大幅增加。7 月是解禁高峰，解禁市值近 2000 亿元，尤其是第一批上市的科创板公司将迎来大量首批原始股解禁。

其四，近期美国、巴西、印度等重要国家新冠疫情新增病例仍持续增加，受此影响，海外市场谨慎情绪上升。虽然 A 股暂未受到影响，但仍不宜忽视该风险点。

综合来看，目前投资者入市积极性高涨，牛市氛围浓厚，在增量资金推动下市场有望继续保持强势，但上述不利因素的存在将引发市场波动加大，个股波动风险不宜忽视。总体而言，股指有望呈震荡式上行，个股分化料将加大。

策略上，中期趋势向上背景下建议保持积极投资，在战术上做好个股波动防控。短期重点关注中报预增股、低位补涨股；中期继续看好绩优价值和核心成长，重点挖掘回调后的银行、券商、地产、建材、可选消费等传统行业优质龙头，以及中报业绩向好的医药、5G、云计算、智能汽车、软件服务、等领域的硬核公司。

3.2 黄金市场分析：疫情恶化下，投资者避险情绪增加，金价突破每盎司 1800 美元

周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日下跌 9 美元，或-0.5%，收报于 1803.1 美元/盎司，全周累计上涨 1.7%；美国 COMEX 黄金期货结算价下跌 5.9 美元，或-0.33%，收报于 1801.8 美元/盎司，全周累计上涨 0.83%。金价已连续三个交易日位于每盎司 1800 美元之上，本周三金价涨至每盎司 1817.8 美元，创下 2011 年 9 月以来的最高水平。

图 18：本周金价突破 1800 美元（美元/盎司）

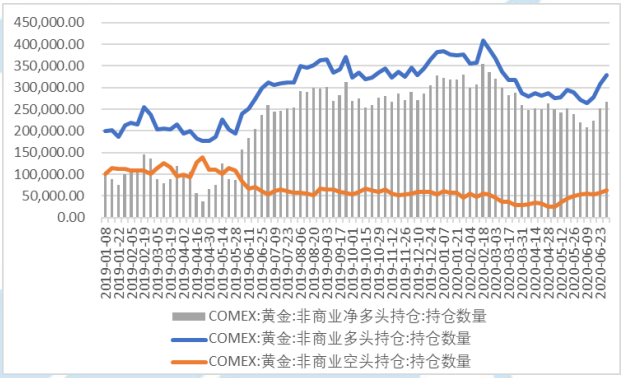


资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

从 6 月中旬以来，随着美国、巴西、印度等国家的疫情不断恶化，金价出现加速上涨。7 月的前四天，仅美国就有 15 个州报告单日新增病例数创纪录，到了本周每日新增病例数更是节节攀升，每天保持在 6 万例以上，连续创下单日新增记录新高。新增病例数激增使得全球投资避险需求高涨，不过强劲的股市表现和积极的美国服务业数据等乐观经济数据也限制了金价的涨幅。投资者怀疑本轮复苏是否会保持韧性，因为绝大多数人在经历好几个月的疫情封锁后都在期待经济快速复苏，目前看疫情的加剧将导致经济复苏可能需要更长一段时间。此外，预计美国及其他国家政府将推出更多经济扶持政策，也推动了金价上涨。在财政刺激计划即将到期之际，美国政府周四表示，预计在 7 月底之前通过一项与疫情相关的经济救助新法案，以支持向家庭发放第二轮所谓的经济影响付款，扩大无薪休假工人的失业福利，以及为小企业提供更有针对性的薪资保障计划。

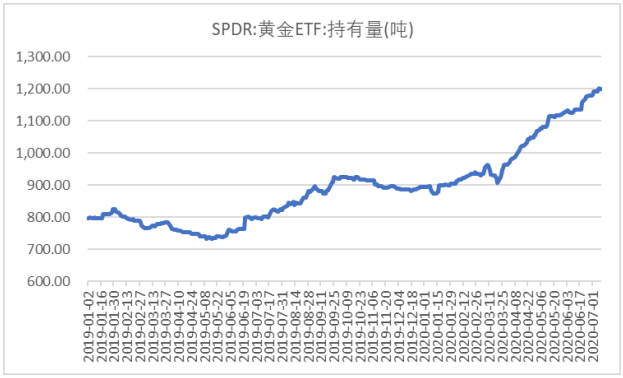
COMEX 非商业黄金（净）多头持仓量已连续三周增加，6 月 30 日当周持仓量较上周增加近 1.5 万张。全球最大的黄金上市交易所交易基金（ETF）SPDR Gold 的持金量本周内增加 9 吨至 1200.46 吨，为 2013 年 4 月以来最高，这也反映出投资者较高的避险情绪。

图 19：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 20：SPDR 持金量持续增加并连创新高（吨）



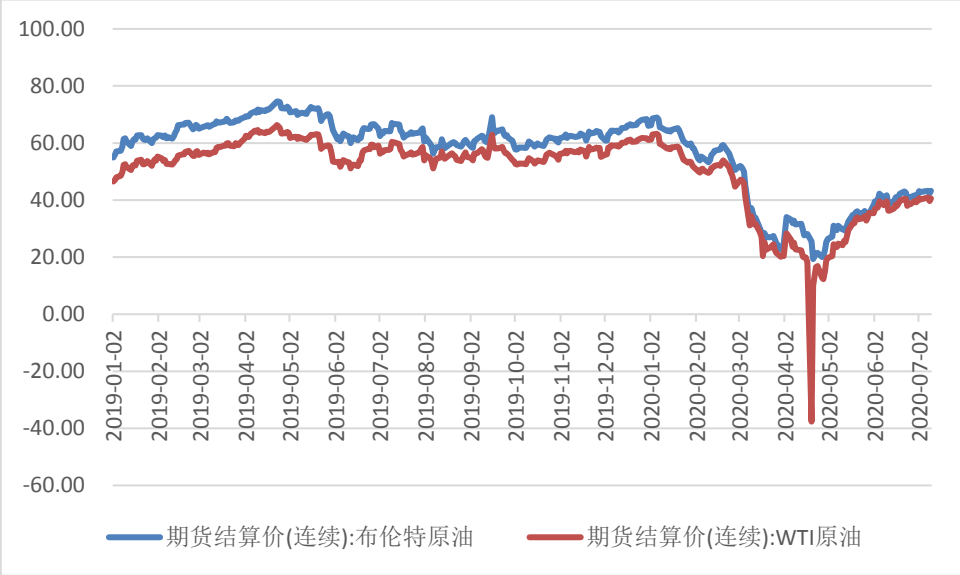
资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

疫情恶化及全球经济复苏担忧下，黄金依然是投资者临较大不确定下的主要选择，且是所有主流资产中表现最好的之一，上半年回报收益率超 17%，表现超过全球股票。市场对疫情二次爆发将威胁仍然脆弱的经济复苏的担忧加重，投资者仍将面临着高企的风险和不确定性。疫情长时间蔓延下，国家民族主义和保护主义重新抬头，国际政治局势出现一定升温，导致全球的经济和地缘政治环境不断变化，仍有利于黄金的投资需求。此外，全球央行依旧保持低甚至负利率，这令持有黄金的机会成本仍处低位。我们预计金价在短期震荡后仍后有一定幅度的涨幅，目标价格区间为每盎司 1800-1840 美元。

3.3 原油市场分析：尽管经济复苏提振油价，但疫情新增病例激增导致油价承压，油价本周仅上涨约 1%

与上周五价格相比，本周国际基准布伦特原油（Brent）9 月期货合约结算价上涨 0.44 美元，或 1.03%，收报于每桶 43.24 美元；美国基准得克萨斯中质原油（WTI）期货合约结算价上涨 0.31 美元，或 0.77%，收报于每桶 40.255 美元，涨幅均不大，但仍保持在每桶 40 美元之上。

图 21：油价本周上涨（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

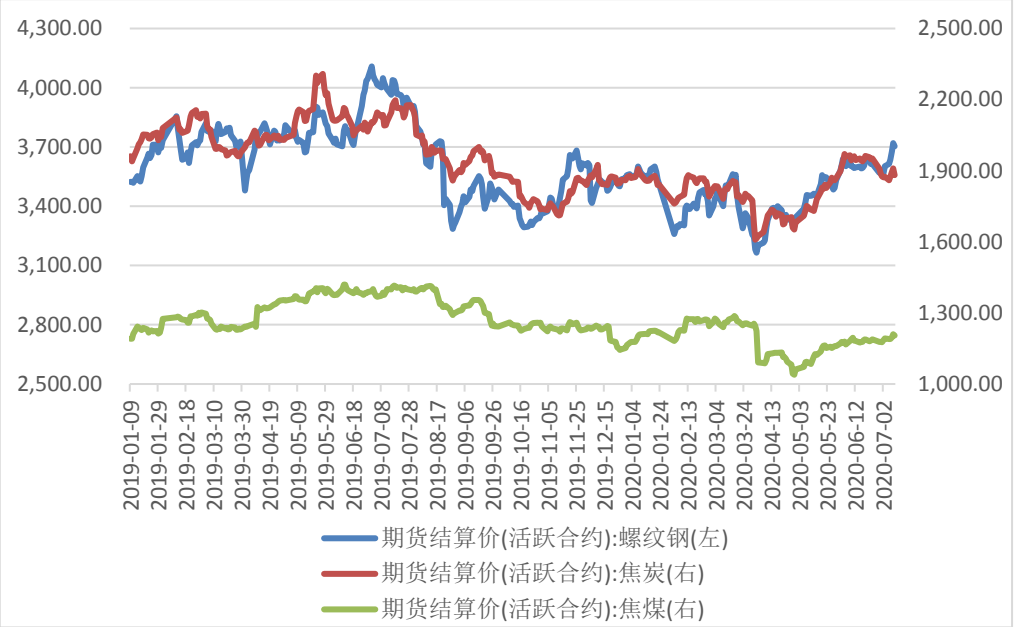
乐观的经济及原油数据是提振油价上涨的主要原因。美国周一公布的 6 月服务业数据显示服务业活动已大幅回暖，几乎重返疫情前水平。德国经济数据显示 5 月工业订购较上月大幅增加，从创下的有记录以来的最低降幅中反弹。国际能源署（IEA）周五发布对月度原油报告向上调整 2020 年石油需求预测，认为今年石油需求将为 9210 万桶/日，较上个月的预测值高出 40 万桶/日。美国能源信息署（EIA）公布的每周原油数据显示，上周美国汽油库存继续减少 480 万桶，降幅远远超过市场预期，同时需求攀升至 880 万桶/日，为 3 月 20 日以来的最高水平。发布的这些数据均显示全球经济正在复苏，原油需求正在逐渐回升，有力支撑了油价上涨。不过全球疫情近期在加速蔓延，尤其是美国疫情每日新增病例急剧增加，每天新增病例均保持在 6 万例以上，并连续创下疫情发生以来的单日新高，疫情严重的佛罗里达州。加利福尼亚州和德克萨斯州正在重新实施一些限制措施，这导致投资者担忧经济复苏受到阻碍，影响了油价上涨的幅度。

一方面，全球需求正在恢复，继续对油价产生支撑。EIA 本周预测全球石油需求将在 2021 年底之前复苏，预计到明年第四季，全球石油需求将达到 1.011 亿桶/日，全球石油需求的复苏速度继续快于之前的估计。另一方面，油价仍受到疫情加剧蔓延的不利影响，油价能否大幅上涨仍取决于疫情被控制程度或者投资者对原油需求复苏速度的预期。目前美国、巴西、印度等主要国家的疫情正处于蔓延高峰期，疫情控制仍需要一段时间，但根据经验，疫情将在一段时间后被有效控制下来是肯定的。预计短期内油价将在窄幅区间内震荡。

3.4 黑色产业链分析：提前备货下下游需求旺盛，黑色价格本周上涨

本周，螺纹钢 10 期货主力合约结算价较上周每吨上涨 100 元，或 2.78%，收报于 3703 元/吨；焦炭价格每吨上张 7 元，或 0.37%，收报于 1881.5 元/吨；焦煤价格每吨上涨 11.5 元，或 0.96%，收报于 1204.5 元/吨。

图 22：黑色产品价格上涨（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

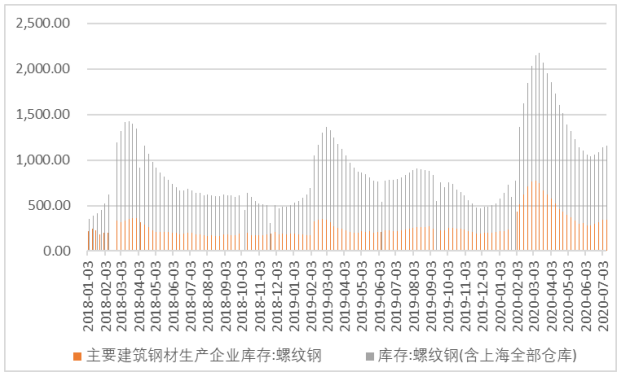
7 月到 8 月上半月是钢材消费市场的淡季，但今年不同于往年，受上半年疫情影响，生产活动往后延迟，随着雨季逐渐过去以及此前审批通过的 1 万多亿元地方专项债资金逐渐下达和发放，下游基建项目开始提前备货，这增加了螺纹钢的需求，加上地产业近期开始部分回暖，也进一步提升了需求，使得其价格在本周大幅上涨，现货市场交易活跃，每天交易量基本保持在 20 万吨以上。本周螺纹钢产量 388.43 万吨，环比减少 12.32 万吨；钢厂库存 341.31 万吨，社会库存 817.07 万吨，合计总库存 1158.38 万吨，环比增加 17.48 万吨，已连续第四周增加。可以看到，尽管螺纹钢产量较上周下降，但总库存增量却比上周大幅减少，导致螺纹钢的表观消费量 370.95 万吨，反而比上周增加 22.43 万吨。经过前期市场价格大幅下跌之后，市场资源也快速消化，利空出尽，钢厂对于涨价预期信心逐渐增强，预计短期内，螺纹钢价格多是继续稳中偏强态势。

图 23：螺纹钢本周产量大幅下降（万吨）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 24：螺纹钢总库存（厂库+社库）连续增加（万吨）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

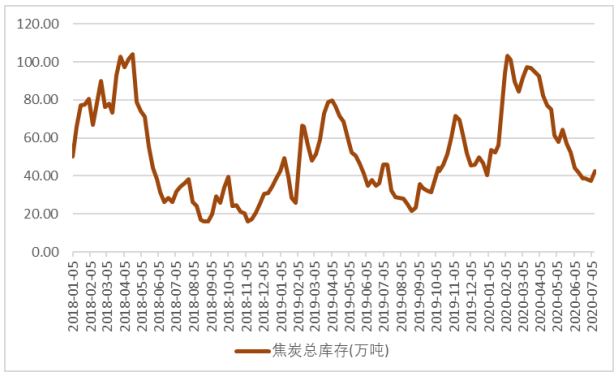
7 月以来，受南方连续降雨影响，下游钢厂需求明显走弱，焦炭价格在经历 6 轮提涨后，开始转入提降周期，生产积极性不高。截至 7 月 10 日当周，嘉华企业平均开工率 73.45%，较上周降低 0.27 个百分点，同时焦炭库存从 37.5 万吨增加值 42.45 万吨。不过，随着下游基建行业提前备货导致的需求回升，是本周焦炭价格略微上涨的主要原因，另外，山东部分地区去焦化产能落地，焦炭产量有所下降，导致供需面略有吃紧，也是提升焦炭价格的一个因素。近两个月进口政策收紧尽管推高了焦煤价格，但涨幅有限，使得焦炭成本总体保持偏稳，利润较高，这也为焦煤价格上涨提供较为宽松的空间。焦炭价格已进入提降阶段期货市场已开始反映现货提降趋势，在市场提前交易带来的市场需求较旺盛下，焦炭供需仍将偏紧，焦炭焦煤价格上涨的可能性较高。

图 25：焦企开工率由升转降（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 26：焦企焦炭库存持续下降后本周反弹（万吨）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

3.5 人民币兑美元汇率分析：本周人民币兑美元中间价重回“6 时代”

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.9943，较上周上调 0.98%。即期汇率报 7.0071，较上周上调 0.86%。

7 月 9 日，在岸和离岸人民币对美元汇率双双收复 7.0 关口，7 月 10 日，人民币汇率中间价为 1 美元对人民币 6.9943 元，较上一交易日上调 142 个基点，时隔逾三个月，人民币中间价首度重回“6 时代”。而美元指数呈现弱势，目前为 96 左右。

持续改善向好的经济基本面，中美利差扩大，A 股强势上涨，美元指数走弱，几大因素推动人民币升值。中国经济从 3 月份开始稳步修复，相比之下，海外其它各国疫情防控效果均远不及中国，经济受疫情的冲击更大；近日 A 股快速上涨，北上资金加速流入，牛市氛围对外资的吸引力大大增强；中国 10 年期国债收益率已经上破 3%，而美国 10 年期国债收益率只有 0.7%左右，中美利差达到 2011 年 9 月以来最高水平，人民币的吸引力大幅提升。美元指数也是影响人民币汇率走势的重要因素之一。随着疫情防控常态化，各国经济开始复苏，全球重新 risk-on，对美元的需求持续下降。大水漫灌对美元汇率的压力开始显现，美元贬值压力较大。

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，未来将在均衡水平附近保持双向波动。这主要是因为全球经济前景不确定性较高，可能对国内经济构成影响，同时全球的美元避险需求尚未消失。预计人民币不会持续大幅升值，将在“7”关口迁回。

图 27：人民币兑美元汇率中间价本周上调

图 28：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



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	标配	在当前全球金融市场波动均加大的情况下，避险资产也受到一定程度的流动性冲击，可增配一定流动性好的现金类资产。
	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。

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。