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

基于基本面渐进式修复主线下的大类资产配置——大类资产配置季报（2020 年三季度）

金融市场分析周报　　2020 年 7 月 3 日

摘要

- **全球宏观：随着各国解除疫情封锁措施，全球经济触底反弹，经济“U 型”复苏的可能性较大。**新冠疫情到二季度已快速蔓延至全球范围，导致全球及各国经济在 4 月陷入深度停滞状态，但 5 月随着一些国家陆续解除疫情封锁措施，全球经济开始触底反弹，经济萎缩速度明显放缓。考虑到疫情仍在蔓延、需求恢复不及预期以及部分地区疫情出现二次反弹，全球经济的复苏过程将是缓慢的，大概率遵循“U 型”复苏轨迹。

- **中国宏观：复工复产下，中国经济状况不断改善，但形势依然严峻。**疫情好转下，中国通过大力复工复产、加大逆周期调节力度等措施，以促进国内消费和加强基建投资为主要抓手，推动国内经济生产活动快速复苏。二季度 PMI 持续处于扩张区间，表明国内经济改善势头已基本趋于稳定，同时消费、投资、进出口等主要经济指标也明显回升。不过国内失业率高居不下，且海外疫情持续蔓延导致外需疲软，严重冲击对外贸易，加上国内需求仍不足，因此中国的经济前景依然比较严峻，经济复苏不容乐观。

- **海外政策：为缓解疫情对经济的不利冲击，主要央行实行比较宽松的货币政策，同时政府提供大规模财政救助。**在疫情不利影响下，全球主要央行保持较为宽松的货币政策，一方面大幅降低基准利率，另一方面推出各种回避政策工具，为经济注入了大量流动性，但也导致大幅扩表，为将来退出和缩表创造了不确定性。同时，主要经济体实行总规模达十万亿美元的经济救助计划，避免了大量的企业破产和工人失业。这些政策在应对疫情影响上发挥了重要作用，基本是有效的。

- **国内政策：货币政策边际收紧，由于经济复苏不及预期，政策或将再次放松。**随着二季度消费、投资、信贷和货币供应等各项经济和金融指标的逐步改善，央行货币政策方向出现边际收紧，这在几次重要会议上均有体现。货币政策较宽松期或已过去，未来央行将更关注货币政策的传导效率，缩短货币政策的传导链条，“打通堵点”以提升政策的“直达性”，以提高货币政策的实施执行效果，这将成为下半年货币政策的主基调。不过如果疫情恶化，外需继续疲软，国内经济恢复不及预期，政策或将一定放松。

- **利率债：利率债收益率曲线从牛陡变熊平，目前债市的调整与基本面虽同向但不同步。**当前，十年国债利率在 2.89%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，向下预计 2.7%以下空间有限，向上短期超过春节前一天 3.0%的概率较小，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。

- **信用债：票息策略中，资质下沉集中在城投债，而产业债不宜下沉，可以挖掘品种溢价。**结合债券融资和投资者风险偏好来看，上半年城投、AAA 产业主体、国企融资改善最明显，目前投资者风险偏好仍较低，城投债宜在安全边际下进行资质下沉，而产业债不宜资质下沉。品种方面，产业债可重点关注高评级债券、以及中端期限永续债券，城投债重点关注 AA+及非公开债券。

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：转债估值压缩，性价比提升，重点关注医药、消费、客户、大金融板块。**从当前的转债估值位置来说，随着近期转债市场主动与被动压缩估值进程的展开，转债性价比较前期已经有所抬升，未来正股的节奏对估值压力的消化速度及弹性呈现的持续度非常关键。预期转债类似 2019 年趋势性的机会较小，结构性行情和择券获取收益成为常态，应坚持自上而下的择券思路，以中短期参与市场为主获取 alpha 收益。

- **权益市场：在基本面未有显著变化时，A 股中长期上行趋势良好，优质价值与核心成长并重。**综合来看，A 股从中长期的角度来看持续上涨的预期较强，主要干扰因素来自短期的突发事件影响，如 7 月解禁潮，海外疫情反复，中美贸易摩擦等事件，短期事件性因素可能会影响市场节奏但不会改变市场方向，从中长期角度来看，市场上行趋势良好。这种情况下，我们对 A 股市场保持乐观，但是也需要谨防风险。投资策略上，建议优质价值与核心成长并重。优质价值型公司估值处于历史低位，安全边际高，值得重点关注；本轮科技周期未被疫情破坏，景气度依然是向上的，而在此期间逐步增持成长股是一个不错的选择。

- **黄金：疫情形势不断演化下，全球经济陷入衰退，导致投资者避险情绪加剧，同时主要央行实行较宽松的货币政策，推动金价连续上涨。**疫情导致投资者避险情绪提升，金价在 4 月上半月暴涨，但之后长达两个月的时间里在市场多空力量来回拉锯下连续横盘调整，近半个月由于疫情出现二次反弹，金价再次出现上涨行情。由于疫情仍未得到有效控制，部分地区疫情有所反弹，经济复苏将面临较大风险，不排除央行再推出经济刺激计划的可能性，未来货币贬值或将成为金价继续上涨的主要推动力。

- **原油：原油供需改善，油价呈“V 型”触底反弹，但后续上涨压力较大。**由于疫情蔓延、库存接近上限等不利因素影响，油价在 4 月中下旬深跌至历史最低，但之后受 OPEC+达成减产协议、各国陆续解封使得原油需求回暖等提振下，原油基本面大幅改善，油价持续上涨。考虑到疫情仍在蔓延和已经出现的二次反弹、减产协议面临不确定性、打压美国页岩油业的战略需要等，油价进一步上涨将面临较大压力。

目录

一、 宏观环境.....4
1.1 全球宏观环境.....4
1.2 国内宏观环境.....7
二、 金融流动性.....9
2.1 全球金融流动性.....9
2.2 国内金融流动性.....12
三、 大类资产二季度相对表现.....13
四、 资产配置.....14
4.1 利率债分析.....14
4.2 信用债分析.....16
4.3 可转债分析.....19
4.4 权益市场分析.....21
4.5 原油市场分析.....23
4.6 黄金市场分析.....25

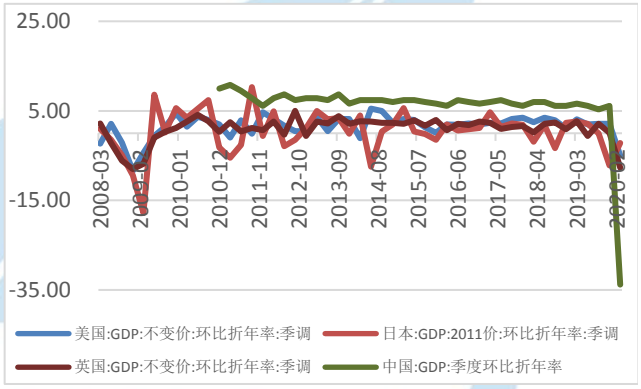
一、 宏观环境

1.1 全球：随着各国解除疫情封锁措施，全球经济触底反弹，经济“U 型”复苏的可能性较大

新冠肺炎疫情今年 1 月在中国突然爆发，疫情中心 3 月转移到意大利、西班牙、德国、法国等欧洲国家，4 月转移到美国，5 月再转移到巴西、俄罗斯、印度等新兴经济体国家。二季度末，尽管包括中国、欧洲国家在内的部分国家的疫情已基本被遏制，但全球疫情却没有出现减缓趋势，原因主要在于对疫情过于轻视、过早解除社交隔离措施、没有大面积检测和筛查等导致感染人数存量太大，近期美国、巴西、印度等国家的新增病例开始大幅反弹，疫情形势再次恶化，此前大多数海外研究机构预计此次疫情将在二季度末被基本遏制的预期显然是过于乐观了。

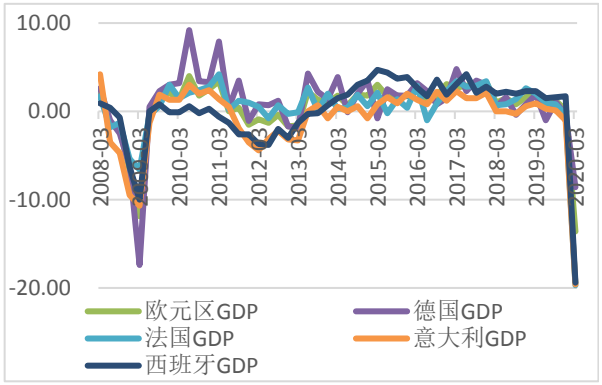
一季度中国经济受疫情冲击最为严重，几乎所有的主要经济体 GDP 增速均出现衰退。新冠疫情的爆发及为遏制疫情而采取的严格封锁措施给全球和各国经济增长带来了严重影响。从 GDP 环比折年率指标来看，一季度几乎所有的主要经济体 GDP 增速均出现衰退，萎缩区间在 2.2%-33.8%不等，其中中国受到疫情的影响最大，经济大幅萎缩约三分之一，其次是意大利、西班牙和法国萎缩近 20%，英国萎缩 7.7%，美国萎缩 5%，日本萎缩幅度最小 2.2%，这基本吻合了疫情的传播发展路径。3 月，各国采购经理人指数（PMI）开始掉入萎缩区间（50 以下）。

图 1：美国、日本、英国、中国一季度经济表现（%）



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：欧元区及欧元区几国一季度经济表现（%）

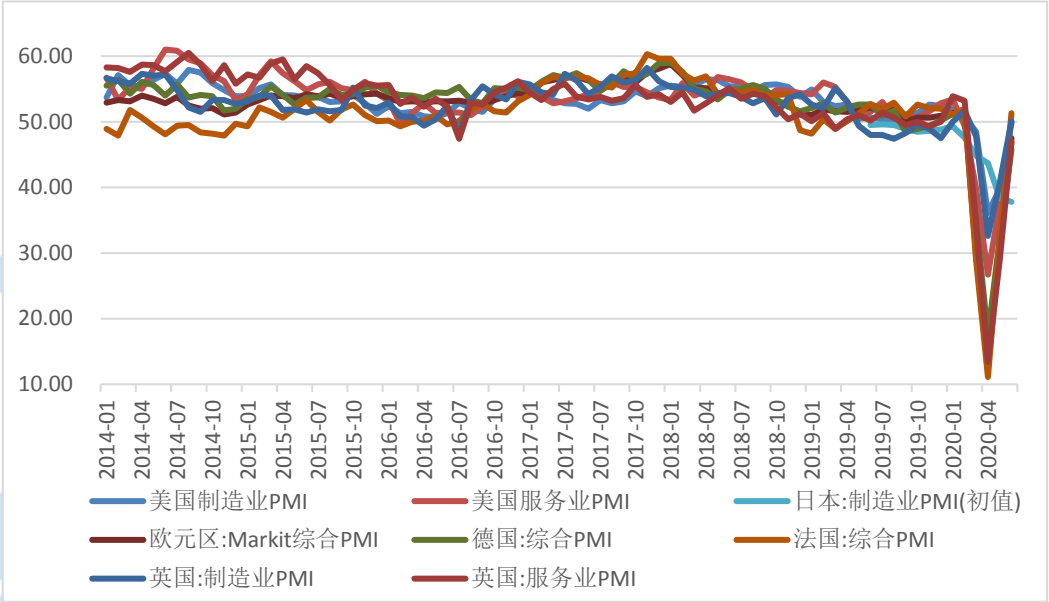


资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

4 月的经济表现更为糟糕，主要国家 PMI 均创下记录最低值。进入 4 月，由于疫情向全球各国蔓延扩散，全球大部分国家都采取了较为严格的疫情封锁措施，据估计全球约有 40 亿以上的人口被隔离，经济因此基本陷入深度停滞状态，作为疫情中心的欧美国家的经济受到的冲击最为严重，大量企业停止运营生产，失业率出现飙升，从 PMI 指标看，疫情对服务业的冲击显著大于制造业。4 月美国 Markit 制造业 PMI 录得 36.1，远不及前值 48.5；服务业 PMI 录得 26.7，远不及前值 39.8。同期，美国非农就业人数减少了 2050 万人的历史最高值，失业率飙升至 14.7%，仅次于上世纪 30 年代“大萧条”的历史最高失业率。日本、欧元区国家经济也遭受重创，主要国家 PMI 均创下有此数据记录以来的最低值。现在回过头看，疫情影响下，4 月正是全球经济活动的最低点。

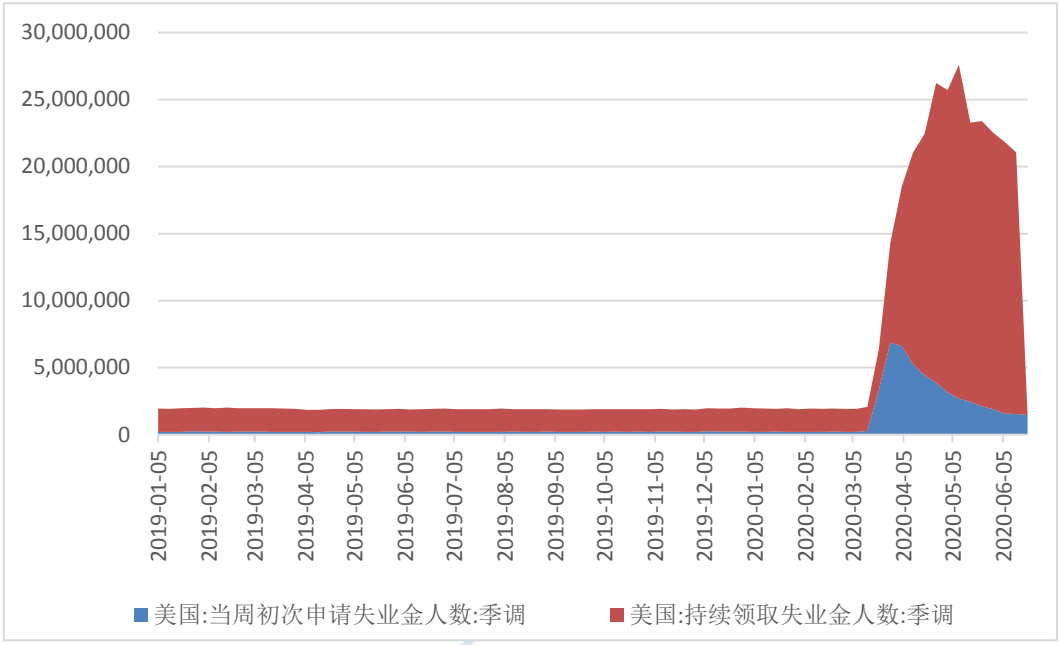
5 月全球及各国经济触底反弹，6 月各国 PMI 明显修复。随着一些国家陆续解除疫情封锁措施，5 月全球及各国经济触底反弹，开始从停摆状态中，尽管远谈不上复苏，但美国、欧洲和亚洲国家的萎缩速度明显放缓。美国 5 月 Markit 制造业 PMI 回升 3.7 个百分点至 39.8，6 月进一步大幅回升 9.8 个百分点至 49.6，接近枯荣线；5 月服务业 PMI 回升 10.8 个百分点至 37.5，6 月 PMI 再回升 9.2 个百分点至 46.7，两个指标均为四个月以来最高。欧元区 5 月 Markit 综合 PMI31.9，远高于 4 月的 13.6，6 月 PMI 继续上升至 47.5，其中德国 45.8、法国 51.3。跟随经济一同好转的还有全球商品资产价格的超预期反弹，美国三大股指基本收复前期跌幅，原油、铁矿石、铜等大宗商品价格连续大幅上涨，同时美国、中国等国债收益率则不断上行。

图 3：美国、日本、英国及欧盟国家 PMI（%）



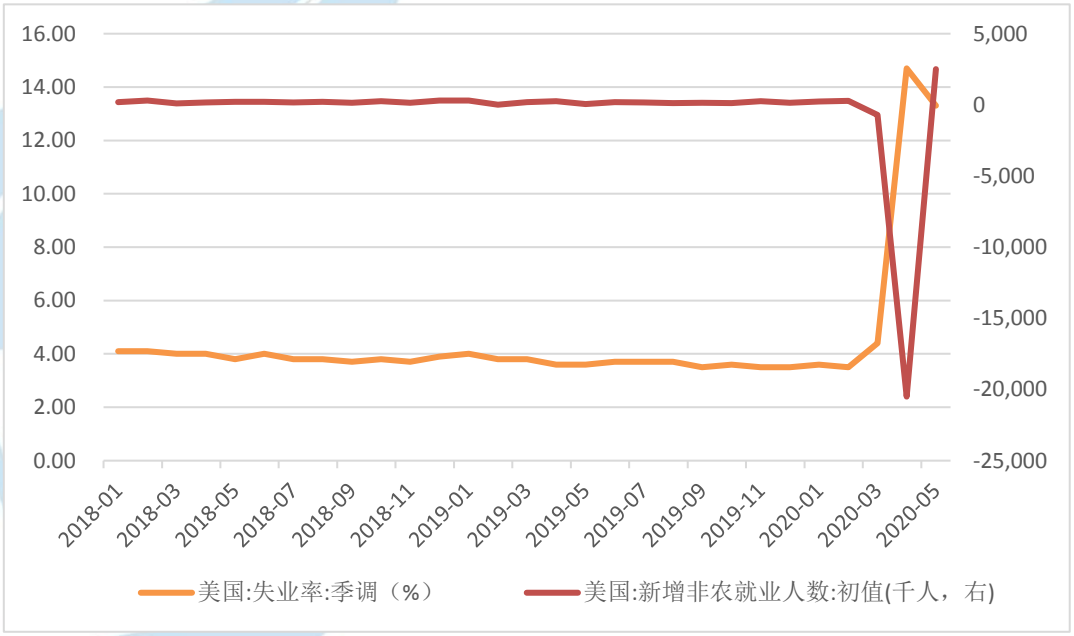
资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 4：美国初请和续请失业救济金人数（人）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 5：美国新增非农就业人数（1000 人）及失业率（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

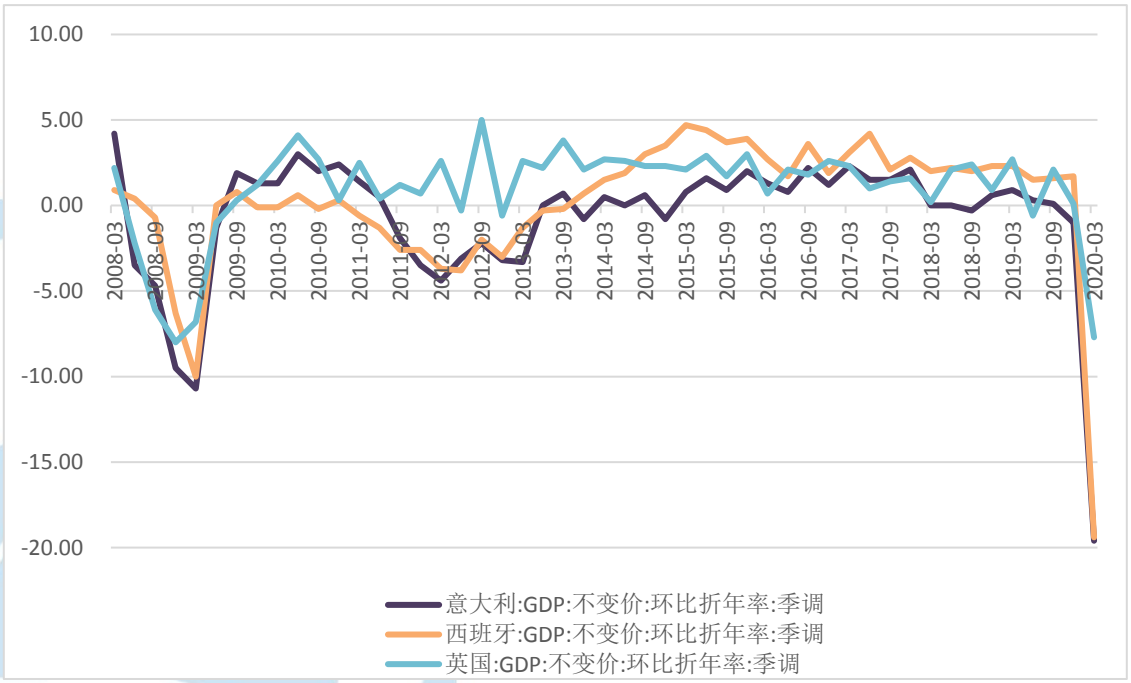
全球经济的复苏过程将是缓慢的，大概率遵循“U 型”复苏轨迹，原因有以下几个：一是，疫情仍在蔓延，全球最大经济体美国的疫情一直没有有效控制，巴西、印度、俄罗斯等新兴经济体国家持续爆发；二是，国际货币基金组织（IMF）6 月 24 日发布的新《世界经济展望》大幅下调了经济增速预测，2020 年全球经济产出将萎缩 4.9%，此前预测值为萎缩 3%，而 2012 年将出现正增长 5.4%，也不及前值，表明经济受疫情冲击比预期更加严重；三是，近期疫情在美国、德国、中国等部分主要国家有所反弹，加大了经济复苏的阻力；四是，疫情同时打击了生产、投资和消费，由于信心受挫，人们不愿意大规模

消费和投资，从发布的经济数据看，供给端恢复较好，但需求端恢复不及预期，需求恢复将需要更长时间。

1.2 国内：复工复产下，中国经济状况不断改善，但形势依然严峻

疫情首先在中国爆发，由于采取了科学有效且及时的抗疫措施，疫情基本在一季度被遏制住，为国内经济复苏创造了十分有利的环境条件。但疫情严重影响下，中国经济也为此付出沉重代价，一季度经济出现了前所未有的萎缩，GDP 同比下降 6.8%，环比下降 9.8%，如果将环比折年化率则大幅下滑 33.8%，创下有季度数据以来的最低值，同时也是数十年来的最低值。其中，社会消费品零售总额同比下降 19%，固定资产投资完成额同比下降 16.1%，进出口贸易额（人民币计）同比下降 6.5%，疫情对消费和投资等国内的不利冲击明显大于对外贸易的冲击。

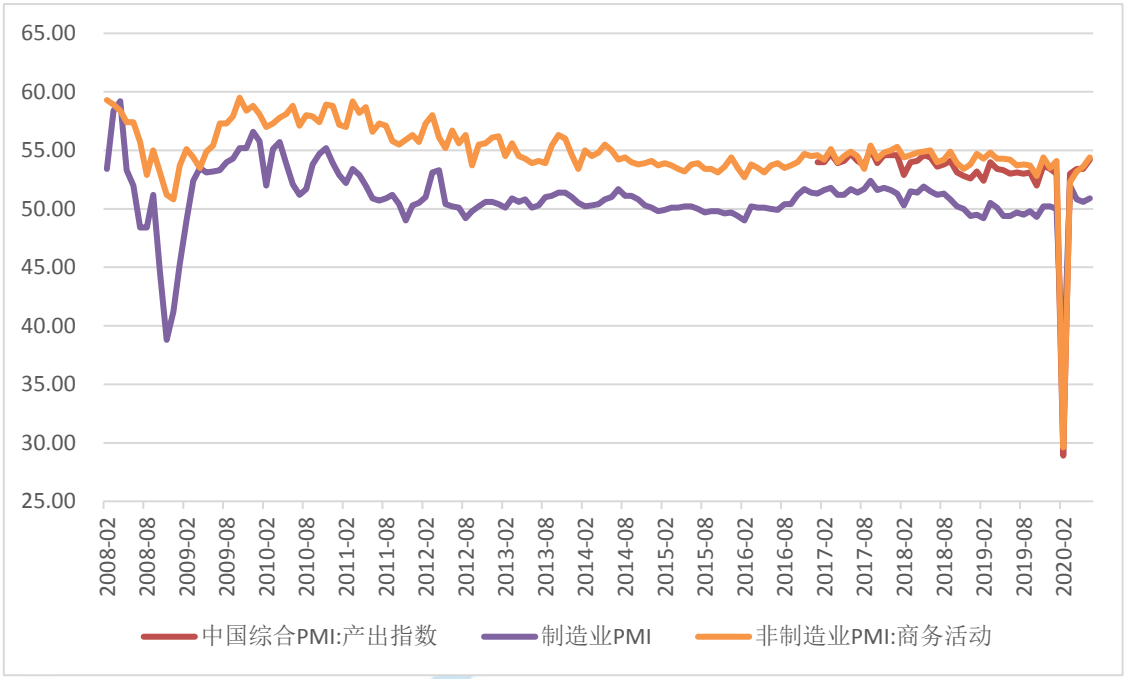
图 6：中国一季度 GDP 增速创数十年来最低（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

中国经济二季度开始触底反弹，PMI 在二季度持续处于扩张区间。疫情好转下，中国二季度通过大力复工复产、加大逆周期调节力度等手段，以促进国内消费和加强基建投资为主要抓手，推动国内经济生产活动快速复苏。PMI 在 3 月大幅反弹的基础上，二季度继续保持在扩张区间，4 月制造业 PMI 录得 50.8，5 月小幅回调至 50.6，但 6 月超预期反弹至 50.9；4 月非制造业 PMI 录得 53.2，5 月扩大至 53.6，6 月进一步扩大至 54.4，表明国内生产生活秩序正加快恢复。整个二季度 PMI 持续处于扩张区间，表明国内复工复产改善势头已基本趋于稳定。

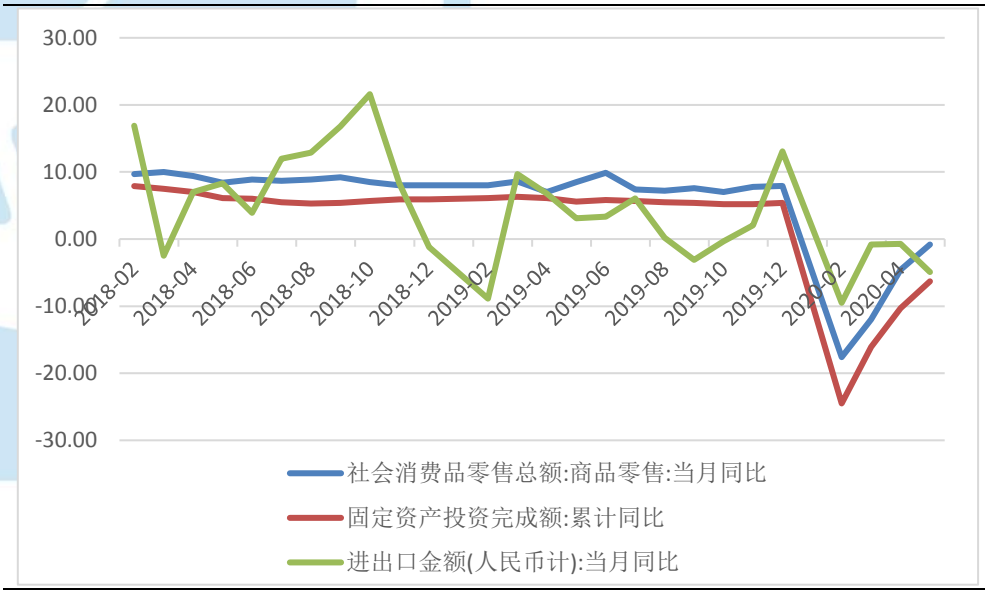
图 7：中国二季度 PMI 连续处于扩张区间，6 月向上反弹（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

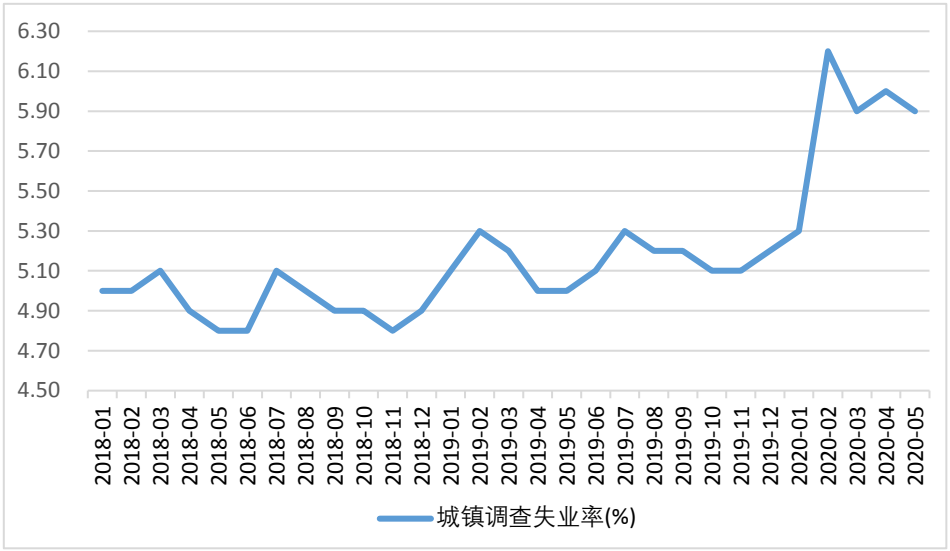
能够较好地体现不同经济面实际表现的消费、投资、进出口等主要经济指标也明显回升。在各项稳增长、稳就业政策下，二季度经济状况继续改善，4 月社会消费品零售总额同比下降 4.6%，5 月收窄 3.8 个百分点至-0.8%；1-4 月固定资产投资完成额累计同比下降 10.3%，到了 5 月这一值下降至 6.3%，收窄 4 个百分点；4 月进出口贸易额同比下降 0.7%，5 月降幅扩大至-4.9%。预计 6 月这些经济指标将继续改善。二季度消费、投资、进出口的同比变化与一季度存在明显不同，消费和投资改善明显，但进出口贸易由于国外疫情持续蔓延比较低迷。且整体看，所有指标均低于去年同期水平，说明疫情冲击损失尚需弥补，经济还未回归到正常水平。

图 8：除进出口贸易外，消费和投资同比明显回升（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 9：城镇调查失业率处于高位（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

中国的经济前景依然比较严峻，全年经济增速将可能为 2%。尽管 IMF 预测中国将是 2020 年唯一一个正增长的主要经济体，预计今年增长 1%，但中国的经济前景依然比较严峻，经济复苏不容乐观。一方面，公布的多数经济数据不及市场预期，受国内需求不足的抑制，制造业的恢复速度增长正逐渐放缓，且失业率仍处于高位，5 月城镇调查失业率 5.9，仅比前一月下降 0.1 个百分点。另一方面，国外疫情在二季度内仍没有得到有效控制，反而近期疫情有加剧迹象，导致国外市场需求持续萎靡，PMI 中新出口订单指数和进口指数仍处于历史低位，进出口贸易受到打击甚至有恶化风险。在国外疫情“二次冲击”下，我们预计中国经济第二季度增速只能回升到 3%左右，下半年随着经济逐渐恢复常态，预计第三、四季度能达到 5%和 6%，全年经济增速将可能为 2%。

二、 金融流动性

2.1 全球：为缓解疫情对经济的不利冲击，主要央行实行比较宽松的货币政策，同时政府提供大规模财政救助

1）央行的公开市场操作：

全球主要国家央行在疫情不利影响下，保持了较为宽松的货币政策，为经济注入大量流动性。为应对疫情对经济和金融市场的影响，美联储大幅降低基准利率，并陆续推出多个非常规政策工具，包括无限 QE、成为最后贷款人（PDCF、MMLF 等）、将“最后贷款人”拓展至私人部门（PMCCF、SMCCF、MLF 等），以及提供全球美元流动性的“最后贷款人工具”（美元互换和 FIMA）。经过一系列“放水”，到 6 月 24 日当周美联储资产负债表规模大幅扩张至 7.13 万亿美元，也就是说在疫情期间，从 2 月底开始算起，不到 4 个月时间内，美联储规模快速增加逾 2.9 万亿美元。美联储资产负债表规模在 6 月 10 日当周达到历史最高 7.22 万亿，近两周来规模有所萎缩，主要是外国央行大幅减少使用与美联储建立的货币互换额度所导致的。

欧洲央行、日本央行也跟随美联储脚步，大幅扩张资产负债表，以扶持本国企业，为经济提供流动性。欧洲央行资产负债表规模从 3 月初开始到 6 月底扩张近 1 万亿欧元（0.93 万亿欧元），日本央行近

年来一直在扩表，但疫情爆发后扩表速度明显加快，规模到 6 月中旬较 2 月底增加超过 64 万亿日圆（约合 6000 亿美元）。

图 10：美联储资产负债表规模大幅扩张（万亿美元）



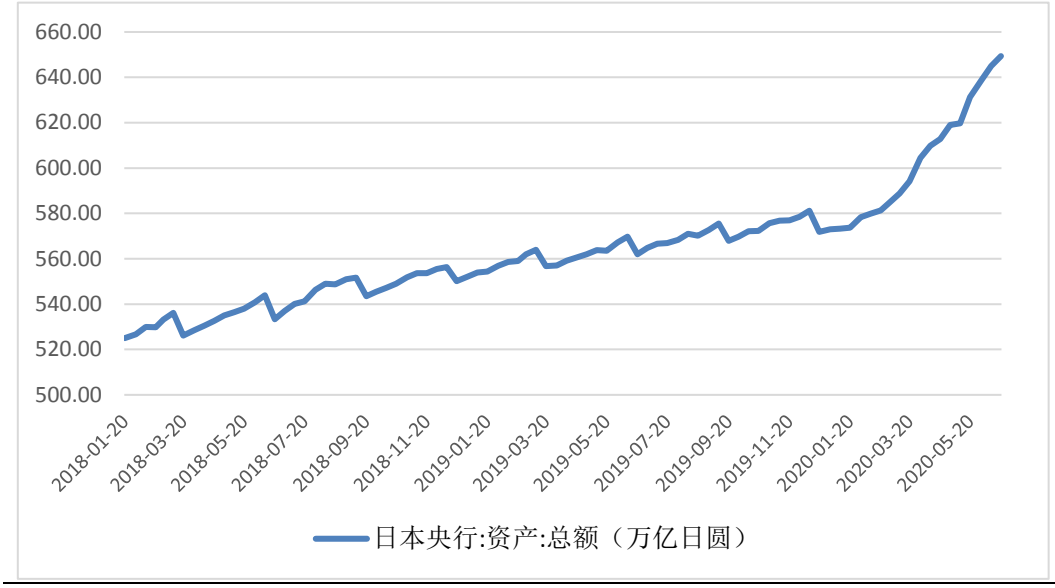
资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 11：欧洲央行规模扩张近 1 万亿欧元（万亿欧元）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

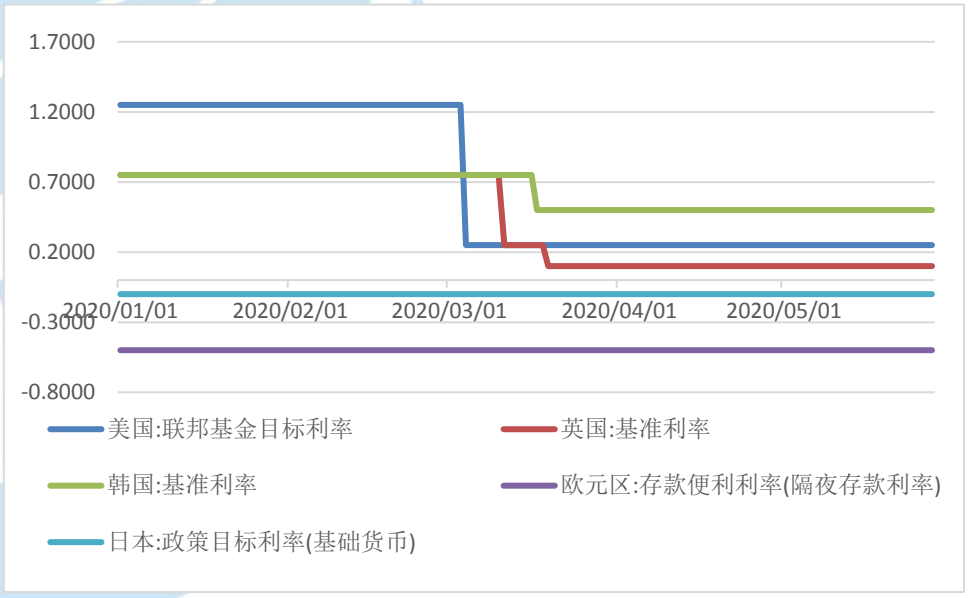
图 12：日本央行规模扩张月 6000 亿美元（万亿日圆）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

疫情发生以后，全球已有 40 余个国家央行采取了降息举措，一季度美联储两次紧急召开会议，超市场预期大幅降息 150 个基点，将联邦基金利率区间下调至 0-0.25%的历史低位。英国央行也两次下调基准利率至 0.1%。韩国央行将基准利率从 1.25%下调至 0.75%。尽管二季度主要经济体没有再度下调基准利率，而是宣称维持将当前的较低利率水平，欧元区和日本利率在较长时间里一直保持在负值区间。随着美国疫情恶化，市场曾有预期美联储或将实行负利率政策，但二季度召开的几次美联储议息会议都决定维持当前接近零的基准利率至少到 2022 年。

图 13：各国央行大幅降息（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

美国、欧盟、日本、英国等主要经济体实施了大规模经济救助计划，包括为企业和家庭提供收入补助，增加失业救济金，推迟社保税缴纳，以及各类“救急”性的贷款及贷款担保等。美国国会前后批准四轮经济救助计划，总规模约 2.99 万亿美元，其中第三轮（CARES Act）规模就高达 2.4 万亿美元。欧

盟推出规模 5400 亿欧元的三项应对计划，这还不包括各成员国自己提供的一定规模的财政支持，整个欧元区加总规模约 2.38 亿欧元。日本国会也在 4 月先后两次批准了规模达 1.086 万亿美元的救助计划。虽然这些经济救助计划大多是在一季度末被批准的，但是其真正实施或发挥政策作用还主要在二季度。根据 IMF 统计，全球各级政府累计向经济提供了约 10 万亿美元的财政支持，从而避免了大规模的企业破产和人员失业。

表 1：疫情期间各国政府推出的经济救助计划

国家	经济救助计划内容	总规模
美国	3 月以来先后推出四轮救助计划：第一轮规模 83 亿美元，第二轮约 1000 亿美元，第三轮（CARES Act）规模约 2.4 万亿美元，第四轮追加援助 4800 亿美元	约 2.99 万亿美元
欧元区	（1）欧盟：推出规模 5400 亿欧元的三项应对计划，旨在保护劳动者和个体商户免受失业冲击，扶持企业尤其是中小企业渡过难关，以及帮助成员国政府应对财政压力。一是向成员国提供 1000 亿欧元贷款加强失业保险（SURE）；二是欧洲投资银行（EIB）为 2000 亿欧元中小企业贷款担保；三是欧洲稳定机制（ESM）向成员国提供不超过其 2% GDP 的贷款以加强医疗系统，总规模约 2400 亿欧元 （2）德国：通过 2020 年补充财政预算 1560 亿欧元，并向经济稳定基金（WSF）注入 6000 亿欧元用于股权注入、贷款及担保 （3）法国：推出规模约 1100 亿欧元的救助计划，旨在奖励医护人员、扶持企业、补助贫困阶层 （4）意大利：推出约 250 亿欧元救助，并提供 7500 亿欧元贷款担保 （5）西班牙：推出总价值 2000 亿欧元的救助计划	约 2.38 万亿欧元
日本	日本国会 4 月 7 日批准总规模约 108 万亿日元的救助计划（约 9950 亿美元），后 4 月 20 日又把新的经济刺激方案规模增加 8%至 117.1 万亿日圆(约 1.086 万亿美元)，以支持为缓和新冠疫情冲击而进行的现金派发	117.1 万亿日圆
英国	3 月先后通过 3 轮救助案，总规模约 1200 亿英镑，同时宣布为 3300 亿英镑企业贷款担保	4500 亿英镑
加拿大	加拿大国会 3 月 27 日通过总额为 1070 亿加元的救助案，其中 720 亿加元为对家庭工资补贴及失业救济	1070 亿加元
南非	财政部核准了约 5000 亿兰特的财政政策方案，储备银行也公布了一套货币政策方案，为整个金融体系带来额外的活力，使得财政和货币政策组合超过 8000 亿兰特	8000 亿兰特

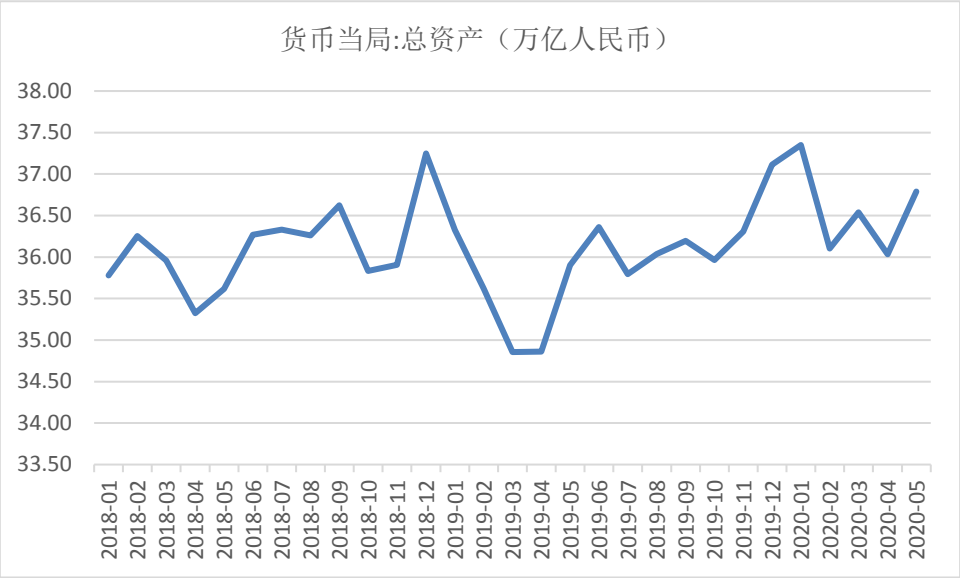
资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2.2 国内：二季度货币政策边际收紧，预计三季度由于经济复苏不及预期，政策或将边际放松

货币政策在一季度大幅放松之后，在二季度边际收紧。一季度国内经济受到疫情严重冲击深跌下，央行不仅采取降低利率和准备金率，而且通过 MLF、逆回购、再贷款再贴现等各项货币工具向经济注入流

动性，保持了较宽松的货币政策环境。二季度，随着消费、投资、信贷和货币供应等各项经济和金融指标的逐步改善，5 月 M2 和社融规模同比增速分别为 11.1%和 12.5%，明显高于去年同期，同时 CPI 持续下行，央行在货币政策方向上进行了边际收紧，导致各期限债券收益大幅上行。应看到，整个二季度，央行资产负债表规模变化并不大，4 月份规模有所下降，但 5 月份反弹至原来水平。

图 14：二季度中国央行资产负债表规模变动不大（万亿人民币）



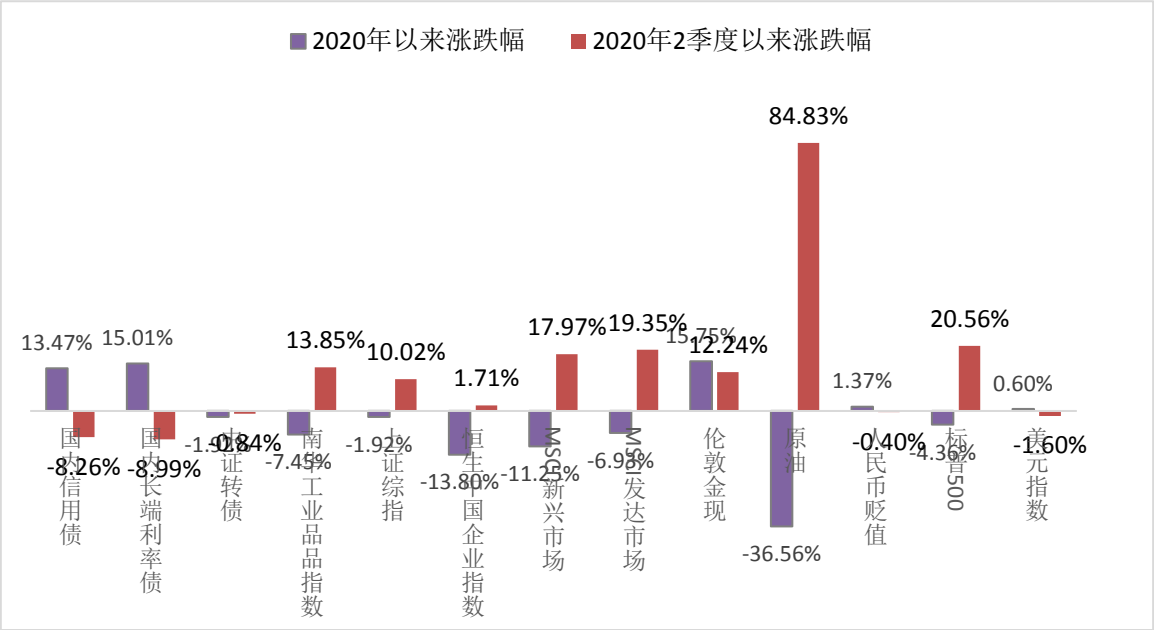
资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

政策边际收紧在几次重要会议上均有体现。6 月 18 日第十二届陆家嘴论坛上，央行行长易纲指出，要关注政策后遗症，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出。银保监会主席郭树清表示，中国十分珍惜常规状态的货币财政政策，我们不会搞大水漫灌，更不会搞赤字货币化和负利率。6 月 24 日央行货币政策委员会 2020 年第二季度例会强调“坚持总量政策适度”，易纲指出，疫情应对期间的金融支持政策具有阶段性，要注重政策设计激励相容，防范道德风险，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。这与央行行长易纲此前在陆家嘴论坛演讲时的基调一致。例会还指出，要有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”，着力打通货币传导的多种堵点，提高小微企业贷款、信用贷款、制造业贷款比重。央行曾在 6 月初推出两项直达实体经济的货币政策工具：普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划。

这些重要会议传达出的信号是，货币政策最宽松的时候已经过去，未来央行将更加关注货币政策的传导效率，缩短货币政策的传导链条，“打通堵点”以提升政策的“直达性”。即提高货币政策的实施执行效果，这为下半年的货币政策实施打下铺垫。不过随着国外疫情变得更加复杂和国内部分地区疫情出现反弹，导致外需疲软，国内需求恢复也不及预期，货币政策或将部分放松。近期将发布的 6 月份的经济数据将成为政策制定的重要参考依据。

三、 大类资产二季度相对表现

图 15：2020 年以来各类资产表现（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

从大类资产的表现中可以看出：1）国内债券在一季度表现最佳，然而二季度，随着央行货币政策的边际变化，以及利率债的供给压力，各期限利率债及信用债收益率均出现不同程度上行，二季度收益为负；2）A 股在 2 月反映了国内的疫情冲击影响，在 3 月反映了海外市场的大幅波动以及外需未来下滑的预期，然而二季度随着国内疫情逐渐得到控制，各项经济及金融数据向好，以及美股的重回上涨的态势，A 股也重拾涨势，二季度上涨幅度达到 10%；3）原油价格在二季度大幅上涨，成为二季度涨幅最大的资产，一方面是经济复苏预期抬升了未来原油的需求，另一方面原因 OPEC+同意延长减产协议至 7 月底，使得原油供需矛盾得到改善，油价基本处在连续上涨中，布伦特原油期货从一季度的 23 美元每桶反弹至 40 美元每桶。

四、 资产配置

4.1 利率债：利率债供给压力以及货币政策的边际收紧带动各期限利率明显上行，收益率曲线从牛陡变熊平

1）2020 年二季度利率债走势回顾：货币政策边际变化引发债市调整

2020 年二季度，债券市场经历了与一季度完全不同的走势，就在市场还沉浸在债券长短端利差扩大至历史高位，预计未来长端继续跟随下行带动收益率曲线从牛陡走向牛平的期待中时，4 月底开始债券收益率开始逐渐回升。10 年期国债与 1 年期国债之间的期限利差也从 140BP 的高位降至 75BP。起初债市收益率上行的主要是基本面的原因，两五一假期之前两会召开日期确定以及多地区应急防控等级下降带来的经济复苏预期的发酵，另一方面五一期间旅游以及消费明显上涨也超出市场预期，随后市场发现央行逆回购自 4 月初暂停至 5 月 26 日重启，暂停逆回购达到 37 个交易日之久，5 月 MLF 缩量续作，且资金面波动明显较此前加大，资金利率从低位回升，此时市场开始意识到央行的态度已经开始发生转变， 随后，债券市场的收益率就在市场对央行的期待一次次的落空中节节攀升，6 月中旬特别国债发行计划公布，使得本就惊弓之鸟的债市更加恐慌，市场收益率进一步上行，二季度 10 年国债收益率从 2.5%的最低点回升至 2.85%，最高一度向上突破 2.96%，部分回补了春节之后的跳空缺口。

图 16：收益率期限变化



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

表 2：各期限国债收益率变化

国债期限	4 月底（%）	当前（%）	收益率变动（BP）
1 年	1.1177	2.1495	103.18
3 年	1.4279	2.4390	101.11
5 年	1.7903	2.5861	79.58
7 年	2.3253	2.8700	54.47
10 年	2.5009	2.8614	36.05
10-1 利差	1.3832	0.7119	

资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2）利率债近期展望：利率债调整已经快于基本面，未来收益率仍有机会下行，但空间有限

从经济基本面来看，中国经济复苏之路仍然漫长而曲折：其一，新冠疫情影响的长期性，新冠疫情对经济的冲击不仅仅是短期的。部分居民收入减少、失业增加，部分企业退出 了市场，未来的市场就少了一部分需求。即使是存活下来的企业，债务增长势必也会对未来经营产生冲击。**其二，财政政策空间较过去几轮经济复苏期间更加有限，**过去几轮经济复苏中，发力的不仅仅是狭义的财政，地方政府的融资平台、国有企业等都在稳增长。而现在地方政府债务严格规范，大肆举债的动力很弱。预算赤字、专项债、特别国债虽然比去年增加了 3.6 万亿，财政政策仅能托底而不能达到刺激经济的目的。归根到底是政策空间没有之前那么大了，内外环境也不再容许进行强刺激。**其三，房住不炒的基调下，地产很难带动经济反弹，**长期以来，房地产扮演着国民经济支柱产业的角色，并多次成为短期刺激经济的重要手段，由此造成了市场“经济弱，松地产”的预期。但是本轮调控自 2016 年开始以来，始终坚持房住不炒的主基调，预计政府也将长期坚持不会改变。**综合来看，这一轮尽管在“放水”， 但经济复苏缓慢。近两月经济短期数据大幅好转，更多来自之前积压需求的集中释放。**

相比于基本面的实际修复，债市的悲观情绪在基本面和政策面的短期扰动下走得更快。从基本面上看，基建和地产投资短期强势，但对经济的提振不宜高估；制造业投资和消费修复缓慢，年内的回暖节奏仍然面临一定制约。不论是基本面的变化，还是政策的态度，都处于动态的调整中，基本面的回暖也是波折而漫长的，现在谈政策大转向还为时尚早。

当前，十年国债利率在 2.89%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，向下预计 2.7%以下空间有限，向上短期超过春节前一天 3.0%的概率较小，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。

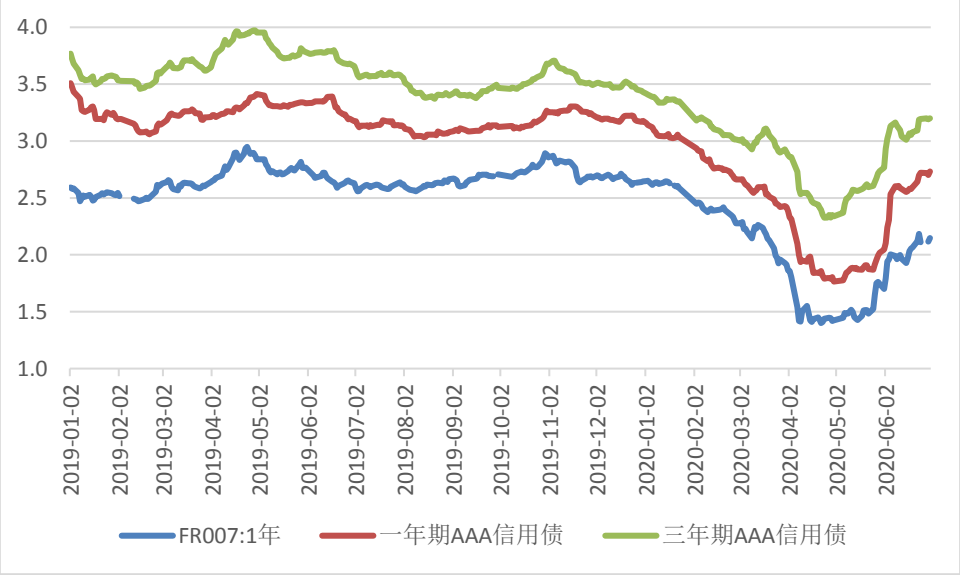
4.2 信用债：信用债收益率上行，信用利差走阔，城投债仍然是当前较为安全的资产

1）2020 年一季度信用债走势回顾：信用债收益率跟随利率债调整，信用利差走阔

资金利率先下后上，当前水平仍较疫情前低 38BP，以 FR007 回购盯盘利率 1Y 期报价均值为例，4 月 1 日为 1.87%，之后下降至最低点 1.41%，大幅下降 46BP，之后急速上升，至 6 月 23 日已经从最低点上行 79BP 至 2.204%，但仍然较疫情前低 38BP。

信用债收益率先下后上，当前已接近疫情前水平：信用债收益率跟随资金利率的变化先下后上，以 3 年期 AAA 中票为例，收益率从 4 月 1 日的 2.8774%下降到 4 月底的 2.3281%，共下行约 55BP；之后收益率先缓慢上行，后在 5 月底急速上行，至 6 月 29 日已经上行约 86BP 至 3.1912%，距离疫情前水平仅剩 15BP。

图 17：各期限资金及信用债收益率均先下后上（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2020 年二季度信用利到期收益率上下行幅度整体较大，其中 5 年期各等级收益率上行最多，可能由于部分投资者对信用债市场偏悲观主动降低久期所致。虽然各期限信用债收益率均有所回升，但目前仍然处于历史分位数较低的分位数水平，其中 1 年期已经是历史最低位。

表 3：到期收益率第二季度变化

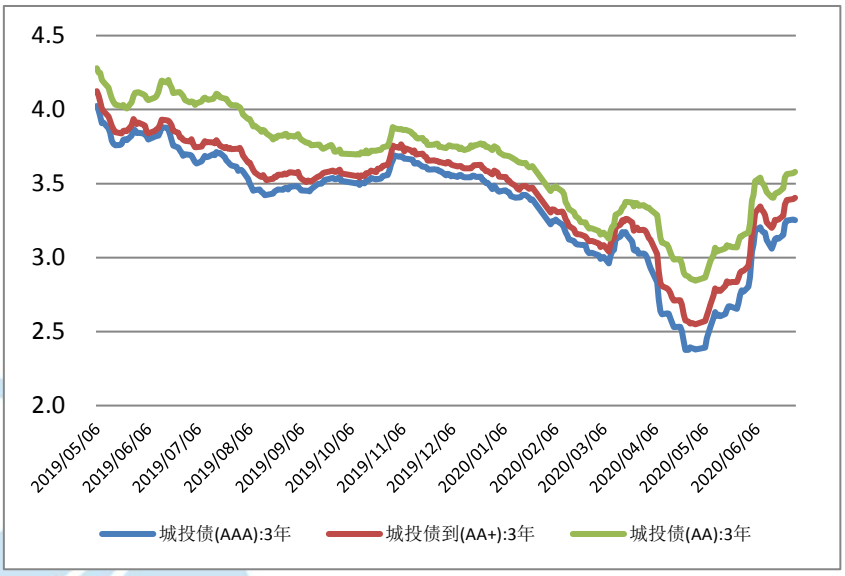
	中债收益率/历史分位数						收益率变动（BP）		
	1 年		3 年		5 年		1 年	3 年	5 年
信用债(AAA)	2.703%	5.60%	3.191%	14.20%	3.698%	19.40%	37.63	28.84	36.46
信用债(AA+)	2.883%	5.90%	3.401%	12.50%	3.988%	19.40%	27.17	28.84	45.46

信用债(AA)	3.173%	9.90%	3.741%	11.60%	4.368%	15.60%	35.17	39.48	46.46

资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

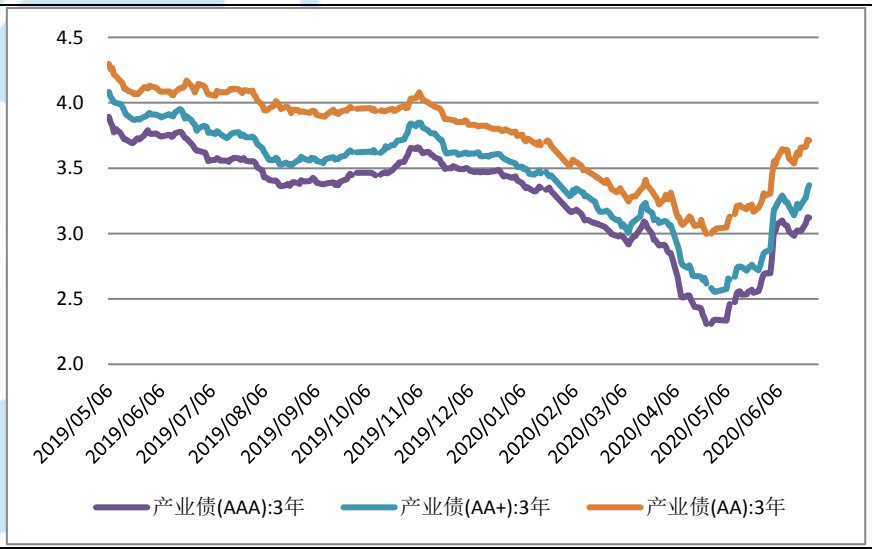
从城投债与产业债相对走势来看，选取 3 年期，产业债下行幅度在 45BP 到 65BP 左右，城投债下行幅度在 50BP 到 70BP 左右，信用债整体表现好于利率债，城投债好于产业债。此外，信用债当中，同等级长端品种收益率下行幅度大于短端品种，同期限低等级品种收益率下行幅度大于高等级品种，表明在疫情出现之后，信用债策略上通过拉长久期或者下沉信用资质的方式，博取资本利得和票息收益。

图 18：城投债收益率先下后上（%）



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：产业债收益率先下后上（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

从信用利差来看，产业债的信用利差总体保持平稳态势，在三至四月，各等级信用利差均有小幅的抬升，且 AA 级别产业债上行幅度最大，使得 AA-AAA 等级利差小幅走阔，市场更加偏好高等级产业债。城投债二级市场整体趋势也基本保持稳定，不同等级城投债的信用利差走势趋于一致，均表现为三月至

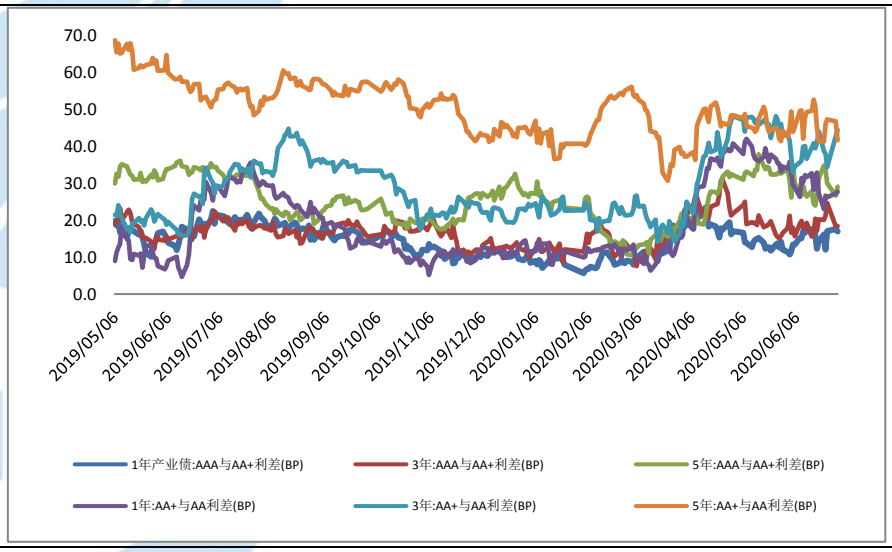
四月初的小幅走阔，和五、六月的小幅收窄。分地域看，利差收缩的省份更多，说明目前大部分地区城投融资环境仍然较好，收窄幅度最大的是陕西、吉林等；而甘肃、贵州、青海的信用利差则走阔幅度最大。

图 20：城投债收信用利差（BP）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 21：城投债收信用利差（BP）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2）近期信用债市场展望：企业融资环境良好，基本面缓慢修复，资质下沉集中在城投债，而产业债不宜下沉

企业融资融资环境仍然良好。信用风险可控，关注票息价值，我国基本面已经在缓慢恢复，叠加央行近期的态度以及资金面表现看，无风险收益率再现 4 月前的快速下行的可能性较小，流动性溢价带给信用债的资本利得空间也会因此受阻。不过降成本仍是阶段性重任，预计企业融资环境仍将保持相对宽松，企业盈利是决定信用利差的关键性因素。

基本面缓慢修复，但是疫情对企业的短期冲击仍不容忽视。从 PMI 新订单、大宗商品价格与社融等领先指标来看，信用利差大概率能够收窄，但本轮周期面临企业盈利恢复较慢，疫情对于企业的冲击仍未完全体现，政策影响下部分行业及主体未能出清及债务短期化等问题需要重点关注。而今年高等级主体新发债券占比增加，中低等级企业更多将转向间接融资渠道，暗示市场结构正在优化，在信用风险可控的环境下，接下来可以更多地关注信用债的票息价值。

票息策略中，资质下沉集中在城投债，而产业债不宜下沉，可以挖掘品种溢价。结合债券融资和投资者风险偏好来看，上半年城投、AAA 产业主体、国企融资改善最明显，目前投资者风险偏好仍较低，城投债宜在安全边际下进行资质下沉，而产业债不宜资质下沉。

a. 产业债策略：资质下沉性价比低，可在品种方面挖掘溢价机会

目前时间点，产业债资质下沉性价比较低。首先，**信用分化下的定价分化已成常态。**在经历了 2018 年及 2019 年的信用债违约潮冲击后，中低等级信用债的“重定价”基本已经完成，低等级信用利差即便收窄也很难恢复至 2018 年之前水平；**其次，在资质下沉容忍度内的信用债利差目前已经缺乏继续下行空间。**截至 2020 年 6 月底，中债 1 年期 AA+/AA 中短票利差已下行至历史 4%/26%分位数水平，短久期中低等级国企债缺乏继续下行空间。

债券品种方面，可关注中高等级永续债。2019 年年初至今，各券种永续债的品种利差均持续压缩。但今年二季度以来，随着债权市场调整，高等级中长端永续债的品种利差已不再继续压降，说明当前永续债的品种利差保护正在逐渐修复。进一步观察，二季度以来高等级永续债的整体品种利差基本保持不变，而中低等级长端的品种利差则快速走扩，则表明投资者在配置永续债时已经做出了选择，可重点关注高评级债券、以及中端期限永续债。二季度以来有 6 支企业永续债续期，随着 2017 年首批扩容的永续债陆续进入赎回期，今年下半年将迎来永续债首个集中兑付的高峰，市场到期赎回压力加大，部分永续债的次级属性为个券估值未来走势赋予了更多不确定因素。因此对于永续债的选择，主体与个券条款筛选依然至关重要。

b. 城投债策略：城投债当前信用风险较低，品种上可重点挖掘中评级非公开债

在二季度的大类资产配置季报中，我们提出“城投政策继续宽松，叠加基建稳增长，为城投安全性提供了政策基础，城投平台成为信用资质下沉博取票息收益的重要品种”，当前政策继续利好城投，城投债暂时信用风险较低，未来 1-2 个季度城投债预计继续偏强，可继续适度下沉区位。

从债券品种上看，中评级非公开债仍有超额利差，当前估值水平下，AA+评级的私募城投债性价比优于 AAA 评级和 AA 及以下评级非公开城投债。如前文所述，考虑到城投非公开债相比公募债有一定程度的劣后属性，对于选择非公开城投债的投资者而言，过度的评级下沉性价比不高，建议选择 AA+城投非公开债中收益率较高且风险可控的品种进行配置。城投债作为非公开债的发行主力，融资环境改善，偿债能力尚可，满足负债成本压力下机构对收益率的要求，存在挖掘的空间，但下沉仍需适度，提防城投的尾部风险。

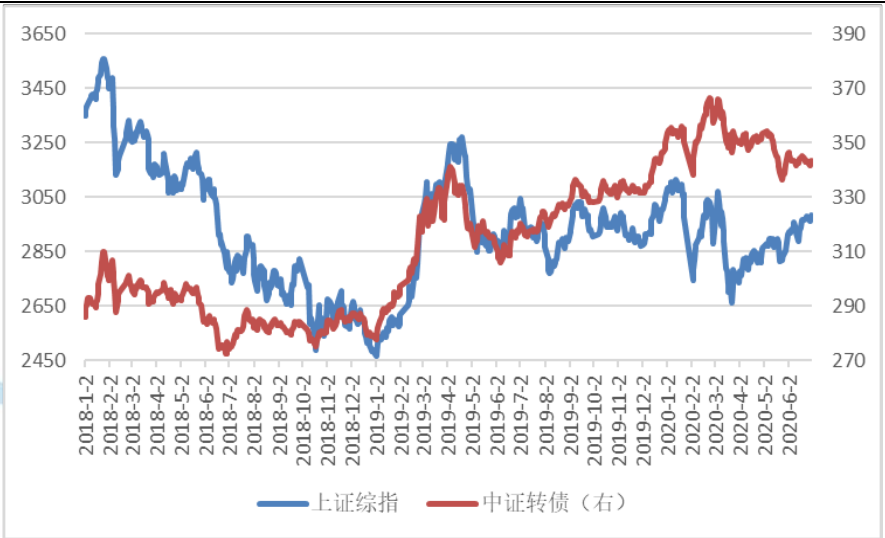
4.3 可转债：二季度转债市场未随权益市场回暖，整体估值水平显著回落，建议把握结构性行情

1）二季度可转债市场回顾：二季度 A 股“高歌猛进”，但转债市场持续弱势

二季度，随着经济基本面继续回暖、货币政策宽松力度有所减弱，市场呈现股强债弱的格局。权益市场方面，在资金的带动下持续上涨，新发权益类公募基金规模大涨，再加上疫情背景下海外主动增量资金持续配置相对低估值的 A 股，权益市场二季度表现亮眼；转债市场方面，自 5 月以来持续弱势，二

季度整体回调、表现疲弱，进入 6 月以来整体处于横盘震荡的阶段。全季度来看，上证指数、深证成指、中小板指、创业板指分别上涨 8.52%、20.38%、23.24%、30.25%；可转债指数方面，上证转债本季度下跌 2.83%收于 307.17，中证转债本季度下跌 1.86%收于 343.46，深证转债本季度微涨 0.39%收于 243.07。二季度由于部分转债异常波动受到监管、部分转债触发赎回退市，对整个市场的上涨形成一定影响，叠加利率的快速上行压缩转债债底，转债市场未随权益市场回暖，整体估值水平较一季度末显著回落。

图 22：转债市场未随权益市场回暖



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

从申万行业指数的角度来看，本季度大部分行业呈现上涨行情，其中，涨幅前五的行业为休闲服务、电子、医药生物、食品饮料、传媒，涨幅分别达到 62.74%、30.73%、29.42%、28.70%、25.97%，仅建筑装饰、纺织服装、采掘行业呈现下跌行情，跌幅分别为 4.05%、2.41%、1.69%。

表 4：各行业正股涨跌幅（%）

行业	采掘	化工	钢铁	有色金属	建筑材料	建筑装饰	电气设备
二季度涨幅	-1.69%	12.70%	2.25%	11.13%	5.64%	-4.05%	20.93%
行业	机械设备	国防军工	汽车	家用电器	纺织服装	轻工制造	商业贸易
二季度涨幅	12.70%	11.04%	7.49%	17.01%	-2.41%	10.70%	17.61%
行业	农林牧渔	食品饮料	休闲服务	医药生物	公用事业	交通运输	房地产
二季度涨幅	1.15%	28.70%	62.74%	29.42%	2.34%	5.63%	5.69%
行业	电子	计算机	传媒	通信	银行	非银金融	综合
二季度涨幅	30.73%	17.18%	25.97%	3.38%	0.97%	4.87%	10.37%

资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

二季度 A 股“高歌猛进”，但转债整体自 5 月以来的弱势仍在继续：（1）从量价维度上看，在小规模转债爆炒过后 5 月转债成交量基本恢复正常，6 月以来持续缩量，6 月最后一周仅有 5 月中枢减半的水平；（2）从平价和估值视角出发，近期股指上涨加速导致两者的背离程度相比 6 月初更加明显。

图 23：转债市场震荡下跌



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

截至 2020 年 6 月 30 日收市，转债市场的转股溢价率中位数为 14.98%，均值为 20.16%，转债价格均值为 125.00，总体来看依然是股性偏强，债性偏弱，市场情绪较一季度显著回落，转债的估值也回到了年初水平，估值单方面的压力已经释放大部分，配置性价比逐步提升。

2）近期市场展望：积极把握结构性机会，以平衡性标的为主要投资策略

权益市场上半年估值调整较充分、除部分板块热度较高，以及中美摩擦、疫情反复等风险因素发酵，整体较稳健。进入 7 月即将迎来中报季，在海外疫情反复、海外权益市场仍存不确定性、国内市场继续等待经济数据的确认的背景下，权益基本面预期将逐步改善，改善程度受全球疫情演变扰动，稳增长、宽信用下结构性特征仍可能较为鲜明，不同板块分化程度较高，中报期焦点将集中在业绩优秀、行业高景气标的上。此外，随着越来越多的转债进入转股期，条款博弈机会值得稍加关注。

转债估值压缩，性价比提升，重点关注医药、消费、客户、大金融板块。从当前的转债估值位置来说，随着近期转债市场主动与被动压缩估值进程的展开，转债性价比较前期已经有所抬升，未来正股的节奏对估值压力的消化速度及弹性呈现的持续度非常关键。预期转债类似 2019 年趋势性的机会较小，结构性行情和择券获取收益成为常态，应坚持自上而下的择券思路，以中短期参与市场为主获取 alpha 收益。参照上半年正股对转债有一定的带动效果，获取较高的收益仍应重点仍关注内需及成长性较好的行业：（1）内需方面随着疫情反复仍应关注医药生物、食品饮料等行业，下半年可适当参与与民生相关的旅游、交通运输行业；（2）随着受到疫情影响在线经济的发展，以及中美关系趋紧促使芯片等产业升级，设备、电子、通信行业等科技板块仍有充分的成长性；（3）受到政策驱动的新旧基建、地产等板块仍有回升空间；（4）底仓方面，流动性较好的银行业大盘转债仍是不错的选择；（5）依然关注优质新券的配置机会，一方面需关注规模较小且处于热门行业的优质个券获取 alpha 收益，另一方面可关注规模适中，个券资质较好，且对正股有强烈预期的个券。但可转债的波动明显高于纯债，建议当前以平衡性标的为主要投资策略，谨慎选择高估值的主题，同时仍需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

4.4 权益：三季度权益市场，谨慎乐观，优质价值与核心成长并重

1）二季度权益市场回顾：二季度 A 股从大动荡后的低点起步，走出了震荡攀升的反弹行情

表 5：权益市场核心指数表现（2019 年 1 月-2020 年 6 月）

主要指数 / 季度涨跌	上证综指	深证成指	创业板	沪深 300	中证 500
2019 年一季度	23.93%	36.84%	35.43%	28.62%	33.10%
2019 年二季度	-3.62%	-7.35%	-10.75%	-1.21%	-10.76%
2019 年三季度	-2.47%	2.92%	7.68%	-0.29%	-0.19%
2019 年四季度	4.99%	10.42%	10.48%	7.39%	6.61%
2020 年一季度	-9.83%	-4.49%	4.10%	-10.02%	-4.29%
2020 年二季度	8.52%	20.38%	30.25%	12.96%	16.32%

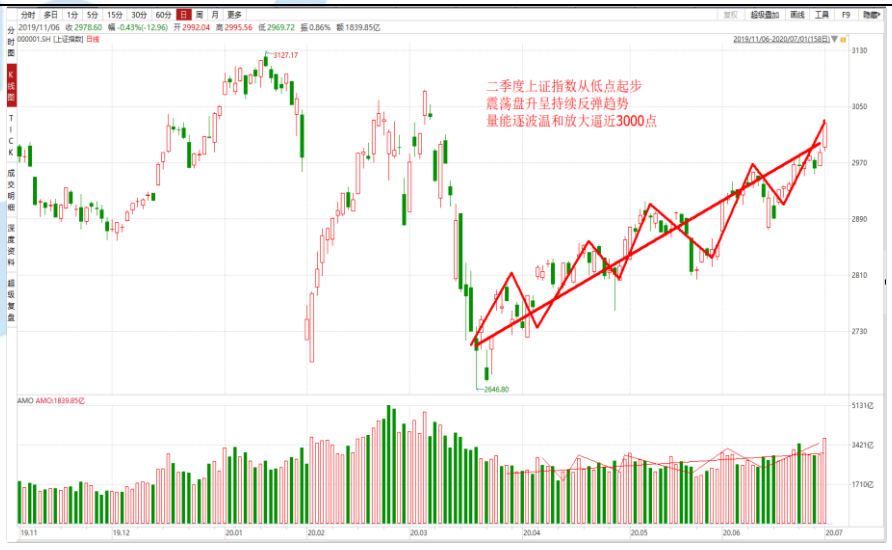
资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

二季度，国内疫情控制较好，复工复产推进顺利，经济数据呈逐月恢复态势。但新冠疫情在全球的蔓延未能如国内一样得到良好控制，全球经济面临巨大挑战，叠加中美贸易摩擦未能得到有效管控，双方博弈有继续扩大险。国内资本市场改革加速落地，一方面外资银行、保险、基金、证券上半年纷纷进入国内拿下金融牌照，金融业持续对外开放；另一方面，上市公司再融资新规落地、新三板精选层改革、创业板注册制实施，监管层可能给银行发放证券牌照，资本市场改革雷厉风行，通过各渠道引入社会资金，加大直接融资力度以支持实体经济。

在各国央行大幅放水的效果下，全球主要股指均深 V 反弹。新冠疫情全球扩散导致全球金融市场一季度大幅动荡。为应对疫情扩散给经济和金融市场带来的剧烈冲击，二季度以美联储为先锋，全球各大央行纷纷宣布大规模货币宽松计划和其他市场救助措施，为全球金融市场提供了强劲反弹动力，主要国家股市出现深 V 型反弹，其中美国纳斯达克指数 6 月底收复所有跌幅并创出历史新高，也为 A 股的持续反弹提供了良好的外围环境。

受益于此，二季度 A 股从大动荡后的低点起步，走出了震荡攀升的反弹行情。至二季度末，上证指数综指收于 2984 点，上涨 8.52%；沪深 300 指数上涨 12.96%。期间，市场风格明显偏向于成长性公司、受疫情冲击较小或受益的行业，如生物医药、食品饮料、5G、半导体、新能源汽车等；传统周期行业如金融、地产、制造业等表现滞后。

图 24：二季度上证综指呈震荡盘升反弹趋势



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2）三季度权益市场展望：A 股中长期上行趋势良好，短期事件扰动不改中长期趋势

展望第三季度，经济修复预期仍将是影响资产价格表现的最重要因素，国内宏观经济有望继续恢复，货币政策将维持宽松格局，权重板块的低估值，有望为市场提供向上动力，从中长期角度来看，A 股市场预计维持向上的趋势。但同时面临海外疫情形势、中美关系摩擦，以及资本市场改革下市场融资压力较大、部分公司估值较高并面临着疫情冲击下的半年报业绩下滑等风险。

从资金角度来看，各类资金加速涌入 A 股市场。全球流动性保持宽裕的背景下，美元指数继续回落，中美息差驱动之下，跨境资本向新兴市场流动，A 股权重的蓝筹估值仍低，上半年 A 股吸引陆股通北向资金净流入 1181.51 亿元，北上资金持续流入为 A 股提供了增量资金。与此同时，由于政策持续支持，股市赚钱效应的累积，股市已经进入居民增量资金入市的大趋势中，2019 年以来大量新发权益产品，总的权益基金份额出现历史性回升。

7 月大额解禁对 A 股走势及市场的不利影响将逐步显现。据统计，年内解禁市值主要集中在 1 月、7 月、11 月和 12 日。其中，7 月份主要受第一批科创板公司上市一年后解禁的影响，解禁市值将集中在 7 月下旬，大额解禁对 A 股走势及市场的不利影响将逐步显现，波及三季度市场表现。与此同时，创业板注册制实施，第一批注册制公司即将入市。叠加大量定增等再融资需求，三季度市场融资压力颇大。业绩方面，三季度为中报披露期，受疫情影响较多公司上半年业绩下滑较大，将对二级市场股价形成明显冲击。

此外，海外疫情第二次爆发风险开始显现。6 月下旬以来，全球单日新增新冠病例开始居高不下，并于月底创出单日新增数的新高。尽管疫情再度升高，但在经济不可承受之重下，各国均陆续放松了疫情防控、解封经济。由此疫情形势更难乐观，疫情扩散反过来还会影响全球经济复苏进程。对我国而言，随着美国疫情形势向不利方向发展，中美间贸易摩擦风险也在上升。疫情催化全球产业链调整，对我国的出口形势及产业链地位形成不利影响。

综合来看，A 股从中长期的角度来看持续上涨的预期较强，主要干扰因素来自短期的突发事件影响，如 7 月解禁潮，海外疫情反复，中美贸易摩擦等事件，短期事件性因素可能会影响市场节奏但不会改变市场方向，从中长期角度来看，市场上行趋势良好。这种情况下，我们对 A 股市场保持乐观，但是也需要谨防风险。

板块方面：一是持续看好同时受益于经济持续修复、利率不断下行的低估值、高股息优质价值型股票，如金融、地产、家电、汽车、建筑建材等行业中龙头公司，其中券商在政策和市场共同作用下，基本面持续向好，目前板块市净率 1.6 倍，处于历史估值 14%分位点，未来还有上升空间；二是长期看好真正具备自主核心技术势力、产品进口替代的硬核科技龙头，看好 5G、云计算、软件服务、新能源与网联汽车；三是医药虽然估值偏高，但是医药医药行业基本面的确定性优势明显——处于高景气赛道，因此重点关注医药行业里面的龙头公司和潜力公司。

投资策略上，建议优质价值与核心成长并重。优质价值型公司估值处于历史低位，安全边际高，值得重点关注；本轮科技周期未被疫情破坏，景气度依然是向上的，而在此期间逐步增持成长股是一个不错的选择。

4.5 原油：原油供需改善，油价呈“V 型”触底反弹，但后续上涨压力较大

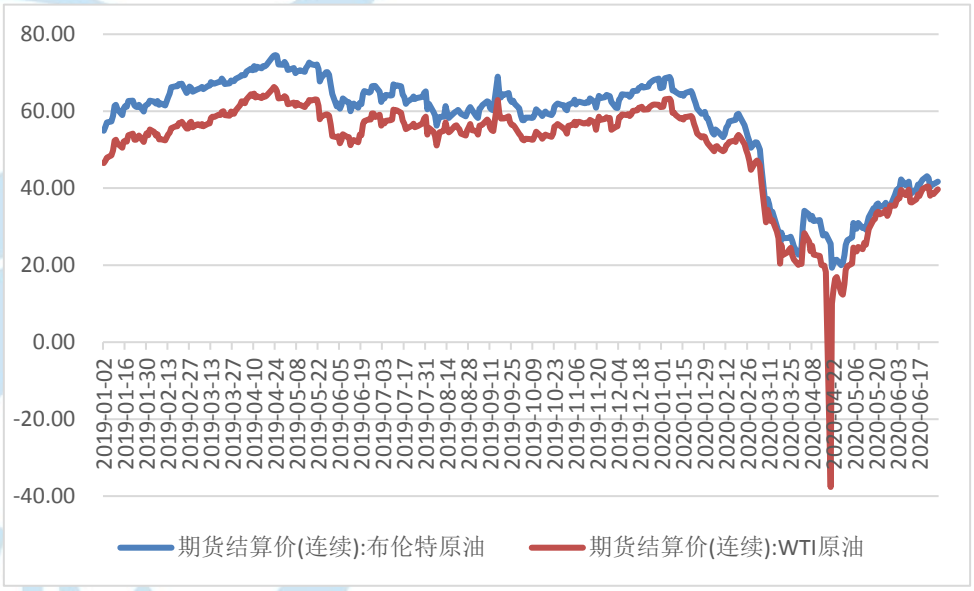
1）2020 年第二季度原油市场走势回顾：二季度原油供需矛盾缓和，油价大幅反弹

受年初美伊紧张局势缓和和新冠疫情突然爆发导致原油需求大幅下滑的影响，油价在一季度基本处于连续下跌趋势中，其中 3 月初 OPEC 领导者沙特和非 OPEC 领导者俄罗斯之间未达成一致减产意见，从而双方爆发石油价格战，油价加速暴跌，并与疫情共同引发金融市场大幅震荡。

进入二季度，即 4 月初，市场有消息称沙特和俄罗斯均有意就减产进行谈判，油价一周内曾暴涨 13%以上，但是随后由于疫情不断蔓延和恶化，全球各国采取严格的社交封锁措施，导致原油需求剧降约 30%，尽管沙特与俄罗斯组成的 OPEC+于 4 月 12 日一致同意减产创历史规模的 970 万桶/日，但这一减产规模不仅远小于需求降幅，也没有达到市场预期，加上美国原油库存（尤其是库欣地区库存）大幅增加并接近库存上限，油价在 4 月中旬连续暴跌，4 月 20 日美国 WTI 原油价格深跌至历史罕见的-37.63 元/桶，国际基准布伦特原油价格 4 月 21 日也暴跌至 20 美元以下的近 21 年来最低点。当周，油价暴跌后又开始大幅反弹，从而经历了原油历史上最为动荡的一周。

5-6 月，随着一些国家疫情形势好转，中国、部分欧洲国家以及美国部分州为尽快重启已停滞的经济，开始逐渐放松疫情封锁措施，允许人们出行，同时放开国际航班通航，汽车、飞机等交通工具用油量带动需求大幅回升，同时 OPEC+同意延长减产协议至 7 月底，使得原油供需矛盾得到改善，油价基本处在连续上涨中。截至 6 月 29 日当天，布伦特油价为 41.71 美元/桶，美国 WTI 油价为 39.7 美元/桶。

图 25：二季度油价经历深跌后大幅反弹至每桶 40 美元左右（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

2）近期原油市场展望：短期内油价进一步上涨将面临将大压力

布伦特油价整个 6 月份基本在每桶 40 美元上下震荡波动（美油在每桶 38 美元上下波动），最高价为每桶 43.08 美元，最低价为每桶 38.32 美元。我们认为短期内油价进一步上涨将面临将大压力，主要原因如下：

一是全球疫情仍在快速蔓延，全球累计确诊已达 1000 万例以上，死亡超过 50 万例，美国及巴西、印度、俄罗斯等新兴经济体国家疫情仍没有好转迹象，全球经济复苏仍不明朗；

二是，疫情在中国、德国、澳大利亚等国家均出现二次扩散，美国南部部分州疫情出现大幅反弹，造成部分地区开始重新实行封锁措施，再次对原油需求造成拖累；

三是美国页岩油生产商生产成本据估计在每桶 40-50 美元之间，平均约每桶 42 美元，油价暴跌已导致美国原油产量大幅减少，俄罗斯、沙特等 OPEC+主要产油国打击美国页岩油业的努力一直存在，出于战略考量，他们并不希望油价上涨过高；

四是 OPEC+当前减产协议只同意延长到 7 月底，之后沙特和俄罗斯是否同意再次延长仍未知，根据双方已达成协议的难度来看，不能排除减产协议破裂的可能。

基于此，我们预计随着下半年随着疫情逐渐到达高峰后回落，三季度油价将在 30-50 美元之间震荡，四季度随着疫情继续好转，油价将在 40-70 美元之间震荡。

4.6 黄金：疫情形势不断演化下，全球经济陷入衰退，导致投资者避险情绪加剧，同时主要央行实行较宽松的货币政策，推动金价连续上涨

1）2020 年二季度黄金市场走势回顾：金价继续攀升，接近历史高位

受疫情爆发影响，投资者纷纷买入避险黄金，导致金价在一季度上涨约 5%，尽管 3 月上旬受原油价格战“黑天鹅”导致市场巨幅震荡影响，油价出现暴跌，但随后油价回涨。进入二季度，尤其是 4 月上半月，随着疫情在全球范围内加速蔓延，全球各国经济暗淡并陷入深度衰退中，投资者避险需求加剧，加上各国央行大幅降低基准利率并推出大规模的经济纾困计划，导致金价暴涨，COMEX 黄金期货价格从 4 月 1 日 1591.4 美元/盎司一路涨至 4 月 14 日 1768.9 美元/盎司。但 4 月中旬到 6 月中旬的约两个月，金价一直在 1650-1750 美元/盎司之间横盘震荡，市场各种多空消息来回拉锯，市场对金价进一步涨势产生明显分歧。但是近两周内，随着全球部分地区疫情出现反弹，投资者避险情绪再次高涨，拉动金价上涨至近八年新高。总体看，COMEX 金价在二季度的三个月里均实现上涨，4、5、6 月涨幅分别为 6.1%、3.4%和 1.7%。截止 6 月 29 日，伦敦金现价格为 1771.6 美元/盎司，COMEX 金价为 1781.2 美元/盎司。

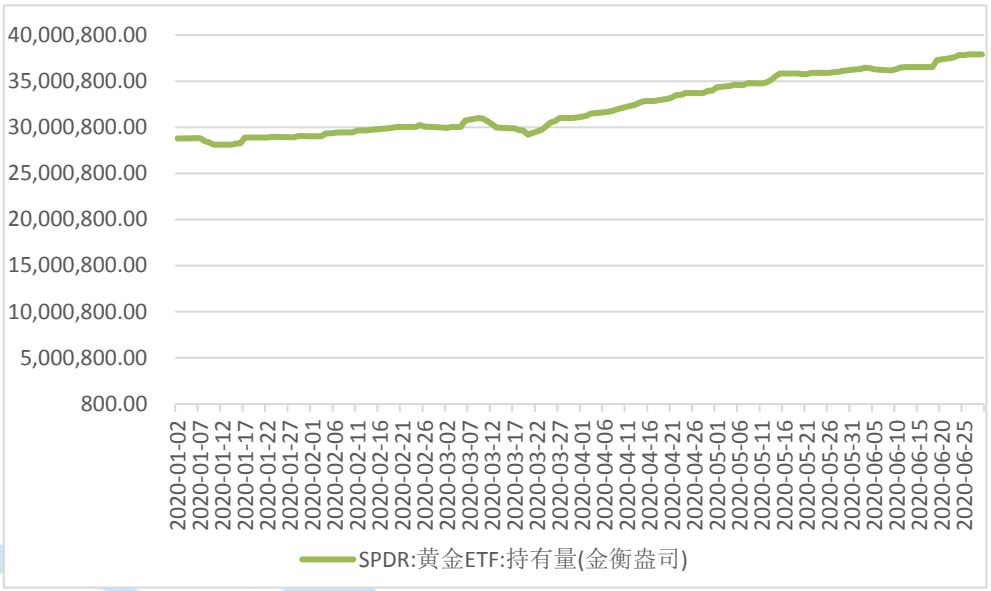
此外，到 6 月 29 日全球最大的黄金上市交易基金（ETF）SPDR Gold 的持金量已增至 1178.90 吨，创下七年多来新高，而投机者在截至 6 月 23 日当周增持了纽约商品期货交易所（COMEX）黄金的多头仓位，多头持仓量已连续两周增加，这反映了投资者对黄金的态度。

图 26：金价持续攀升，接近历史最高价位（美元/盎司）



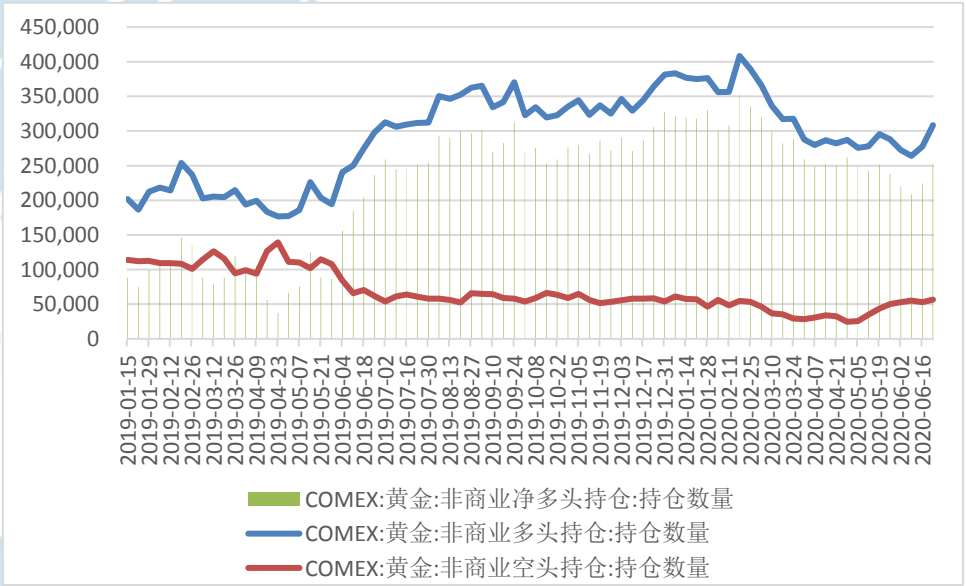
资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 27：全球最大 ETF 持金量增加至七年多新高（金衡盎司）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 28：COMEX 黄金非商业（净）多头持仓量近两周回升（手）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2）近期黄金市场展望：预计未来一段时间金价仍将继续上涨

受新冠疫情在全球范围内超预期蔓延影响，IMF 在 6 月 24 日的最新报告中已将今明两年经济增长预测值大幅下调，今年绝大部分国家的经济将陷入衰退，加上近期全球部分国家例如美国、中国、德国等已出现疫情反弹，全球经济复苏的步伐预计将放缓。同时，疫情导致不确定增大，全球主要央行将大概

率维持低利率较长一段时间，美联储已宣称维持目前接近零的利率到 2022 年底，如果疫情形势严重恶化，不排除央行再次推出经济刺激政策的可能性，因此政策的不确定性可能带来的货币贬值将成为金价上涨的主要推动力。近期高盛不断调高金价的预估值，将未来 3 个月、6 个月、12 个月的金价分别调高至每盎司 1800 美元、1900 美元和 2000 美元。我们预计疫情将在第三季度后半段达到高峰，但今年内不会结束，未来主要央行推出新的经济刺激计划的可能性较大，因此我们对金价的走势判断与高盛一致，即上涨，但态度要更加谨慎，预计金价在接下来两个周内将突破 1800 美元/盎司的关键阻力位，三季度内将进一步突破 1920.7 美元/盎司的历史最高位。

五、 总结

总体来看，我们认为三季度以“渐进式经济增长”为配置主线，建议从逐步恢复的增长中寻找收益。

关注的重点需要从上半年利率能降到多低转为增长恢复的斜率。相比均衡比例，建议超配股票和转债，标配黄金和债券，低配原油，增长修复的斜率是关注重点。近期主要事件和风险：增长恢复的斜率、上市公司二季度业绩、稳增长政策的落实、美国疫情与复工的进展等。

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。
	中小成长（高成长）	标配	国内经济正在持续恢复，优势的中小成长企业有望恢复成长轨道；年初市场情绪驱动中小成长股估值偏高，随着近期市场情绪回落，短期估值水平有所回落；IPO 和再融资延续高速发行，股票供给面仍存压力。上调评级为标配，重点关注估值合理、在疫情后成长快速恢复的公司。
	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，建议在估值水平回落后增加配置。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	十年国债利率在 2.89%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，向下预计 2.7%以下空间有限，向上短期超过春节前一天 3.0%的概率较小，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、博士后，中航证券金融研究所所长。
符旸，SAC 执业证书号：S0640514070001，高级宏观分析师，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。