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：（2020.06.22-2020.06.24）

金融市场分析周报　　2020 年 6 月 29 日

摘要

5 月工业企业利润同比由负转正，但不同行业出现明显的结构性分化；5 年期国开债一级发行利率大幅高于二级，10 年国债收益率一度向上突破 2.96%，A 股节前量能略微缩，连续反弹后有回调压力，IMF 下调经济前景预测，美国疫情反复，美元指数回落，油价下挫，金价小幅上涨。

- **新冠肺炎疫情：新冠肺炎疫情：新增病例连续创下新高，引发全球经济复苏受阻担忧。**美国、德国、中国等部分国家疫情出现反复，其中美国新增连续多日创下新高，表明疫情正加剧蔓延，未来仍不容轻视，预计疫情高不会在今年内结束。疫情反弹改变了投资者对全球经济复苏的乐观态度，由于疫情的蔓延时间和影响均超出了人们的预期，IMF 已大幅下调经济前景预测，未来不确定性将增多，经济增长复杂性加大。随着投资者恐慌加剧，全球资本市场将经历新一轮波动。

- **规上工业企业利润：5 月工业企业利润同比由负转正，表明中国经济继续复苏，但疫情影响下不同行业利润改善出现明显结构性分化。**利润改善的主要原因为工业生产加快恢复、成本压力缓解以及工业品价格变动等。采矿业利润同比降幅扩大，制造业和电力、热力、燃气及水的生产和供应业则大幅收窄。石油加工、化工、汽车制造等工业行业利润明显好转，但转好行业数量有所减少。在疫情仍未退散、影响尚未消除下，潜在不利因素和不确定性增多，国内政策将保持一定的定力，预计工业企业利润将会继续改善。

- **资金面及央行公开市场操作：央行节前大额净投放，资金面重回宽松。**本周，央行实现净投放 5000 亿元，资金面整体宽松，跨月资金需求旺盛，隔夜价格逐步回落，7 天与 14 天资金价格逐日走高，展望后市，央行可能采取行动护航特别国债发行，不排除 6 月底或 7 月初降准的可能，在均衡发行节奏、地方债让道和央行货币政策配合下，特别国债发行对资金面和债市的扰动无需过度担忧。

- **利率债：债市情绪偏弱，长债收益率先上后下。**本周仅三个交易日，债券市场继续经历大幅的波动，资金面再次收紧以及 5 年期国开债 200203 一级发行利率（3.4%）大幅高于二级利率（3.01%），带动了各期限利率大幅上行，10 年国债一度向上突破 2.96%，部分回补了春节跳空的缺口，但是随着资金面的宽松以及次日的央行大额净投放，债市做多的情绪又被点燃，收益率再度重回下行，10 年国债最终与上周持平。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。当前，十年国债利率在 2.86%位置，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。

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：权益市场延续上涨趋势，转债市场小幅下跌。**本周权益市场延续震荡上涨趋势，可转债市场小幅下跌，对反弹至阶段高位的权益市场回调的担忧、部分个券进入转股期后高溢价率迅速收缩，双重因素叠加下本周转债市场表现仍然弱于权益市场，逾七成转债录得下跌行情，表现占优的多数为偏股型转债。从短期来看，指数级上行趋势并未到来，当前应当以平衡性标的为主要投资策略，建议依然把握结构性行情，关注科技、消费、基建、板块绩优股等方向。

- **权益市场：A 股节前量能略微缩，连续反弹后有回调压力。**节前 A 股延续震荡走高态势，受节假日效应影响，节前量能略有萎缩，但仍处于较高水平。连续反弹之后，节日期间 A 股压力因素增加。一是海外疫情第二次爆发风险开始显现；二是贸易摩擦风险再度上升；三是 7 月份迎来年内限售股解禁高峰。不过，国内疫情控制总体较好，经济恢复仍将持续，相信 A 股依旧会有较强韧性。综合来看，A 股市场在近期的上涨后短期或将回调，但也不必过度悲观。短期板块配置上，建议关注通信、医药生物，以及传媒板块的投资机会。

- **黄金：金价连续上涨后显露疲态，不过疫情反弹导致投资者避险情绪提升，金价仍实现上涨。**金价自 3 月低点以来已累计上涨近 20%，但本周和上周涨幅仅 1%，金价未来能否继续上涨主要取决于疫情二次爆发的波及范围和程度，以及主要央行为支持经济复苏是否会推出新的扶持政策，如果疫情形势持续恶化，金价或将 1-2 周内突破每盎司 1800 美元的关键阻力位，并在三季度打破每盎司 1920.7 美元创下历史最高。

- **原油：疫情反弹导致投资者担心原油需求再次放缓，油价下挫。**投资者恐慌在疫情反弹下加剧，从而抛售原油等风险资产，此外美国上周原油库存再创新高，也对油价产生不利影响。随着疫情解封以及欧盟、中国等越来越多的国家和地区放开旅行限制，原油需求还将进一步增加，不过 OPEC+打击美国页岩油业的努力一直存在，并不希望油价上涨过高，加上二次疫情的影响，油价进一步上涨的动力不足。

- **人民币汇率： 美国疫情出现反复，美元指数下跌，人民币小幅升值。**本周，受到美元指数逐步走低影响，人民币兑美元汇率整体上涨，下半年疫情对于经济乃至汇率的扰动将明显降低，由避险因素推升的美元指数总体也将重回弱势。因此，预计人民币汇率年末能回到 7 附近，总体运行区间保持在 6.9-7.2。

- **黑色产业链：受南方雨季导致需求走弱以及节假因素的影响，黑色系产品本周价格变化不大，螺纹钢、焦炭小幅下跌，焦煤微幅上涨。**上周螺纹钢产量在连续增长三个多月后已开始下降，总库存也由降转增。下游钢厂的需求不足，导致焦炭焦煤的价格疲软。考虑国内外疫情、天气状况及经济政策因素，一方面基建项目赶工和房地产市场的回暖表明需求仍存在，但疫情反弹、南方雨季等严重影响了投资者投资情绪，黑色系产品价格短期内震荡程度将加大。

目录

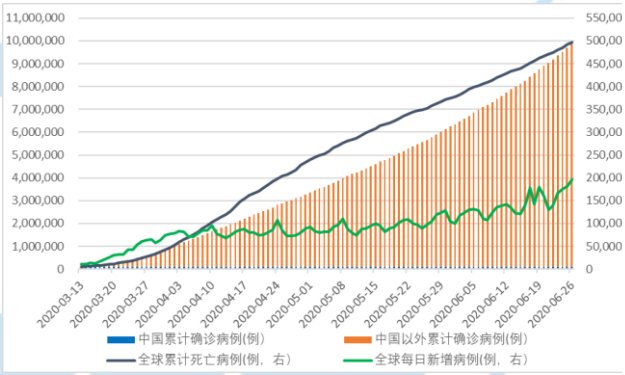
一、 本周重点经济数据分析.....4
1.1 全球疫情形势.....4
1.2 5 月经济数据.....5
二、 固定收益市场分析.....6
2.1 资金面分析.....6
2.2 利率债走势分析.....8
2.3 存单与信用债分析.....9
2.4 可转债分析.....11
三、主要资产价格分析.....12
3.1 权益市场分析.....12
3.2 黄金市场分析.....14
3.3 原油市场分析.....15
3.4 黑色产业链分析.....16
3.5 人民币兑美元汇率分析.....17

一、 本周重点经济数据分析

1.1 新冠疫情新增病例连续创下新高，引发全球经济复苏受阻担忧

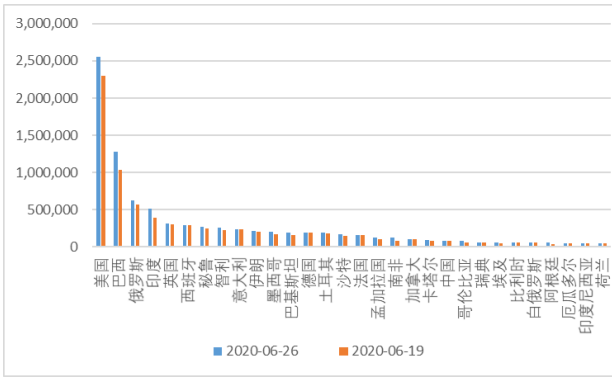
由于过早解封以及对新冠病毒的轻视，全球新冠疫情新增病例不降反升，疫情并没有放慢蔓延的脚步。据 WIND 统计数据，截至 6 月 26 日，全球新冠疫情累计确诊病例 989.4 万例，较上周大幅攀升近 114 万例，已连续近两个月创下单周新高；累计死亡病例近 50 万例，为 49.7 万例。按照当前的增长速度预测，本周末全球确诊病例将毫无悬念突破千万例。全球疫情最严重的美国已有超过 255.3 万人确诊，死亡人数超过 12.4 万，从周一开始美国连续四天新增确诊数连续创下新高，佛罗里达、德克萨斯、亚利桑那、加利福尼亚等四州新增病例占美国新增病例的超过一半，鉴于此，德克萨斯州州长周四已经宣布暂停经济重启。美国疾控中心主任雷德菲尔德在周四的电话记者会上声称，美国人中可能已经有 5%-8%的人感染，实际感染人数可能高达目前已确诊人数的 10 倍。巴西每天新增病例也维持在 4 万例左右。此外，德国、中国北京等部分地区出现疫情反弹，全球正在经历疫情的二次反弹。

图 1：全球累计确诊病例近 990 万，死亡病例近 50 万



资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

图 2：30 个国家超过 5 万例，美国、巴西、俄罗斯位居前三

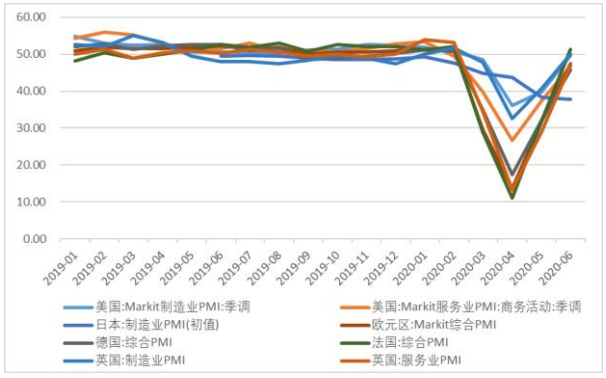


资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

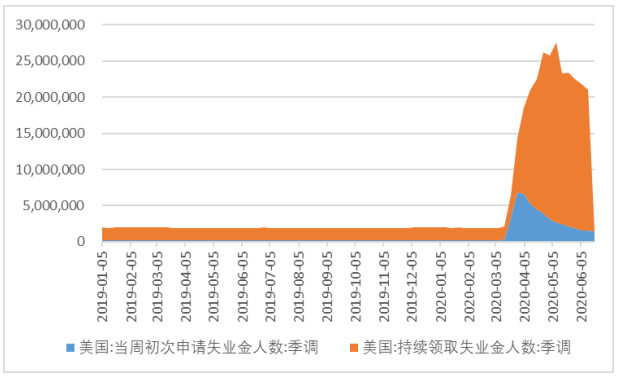
就在一周之前，市场投资者还对全球经济复苏持乐观态度。美股连续上涨，纳斯达克股市甚至连创历史新高，原油、铁矿石、有色金属等多数大宗商品价格连续上涨。本周发布的主要国家的采购经理人指数（PMI）也表明，随着各国企业在解除疫情封锁措施后恢复营业，全球经济正逐步摆脱停滞状态，美国和欧元区一些国家 6 月经济活动的收缩速度较 5 月明显放缓，部分国家已开始出现经济扩张。同时，美国新增失业人数也在大幅减少，上周初请失业金人数为 148 万人，周环比下降 6 万人。

图 3：主要国家 6 月 PMI 大幅反弹（%）

图 4：美国初请和续请失业金人数仍保持高位（人）



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

国际货币基金组织（IMF）周三发布《世界经济展望》（WEO）更新版时表示，新冠疫情对全球经济活动造成的损害比最初预期的更广更严重，并大幅下调了对 2020 年全球经济产出的预测。IMF 给出的主要预测观点为：（1）2020 年全球经济产出将萎缩 4.9%，之前 4 月份预测值为萎缩 3%，2021 年将出现正增长 5.4%，但也不及之前预测值；（2）发达经济体受到的冲击尤其严重，美国和欧元区经济 2020 年将分别萎缩 8%和 10.2%，较此前预测值低了至少两个百分点；（3）“新疫情中心”拉美地区的巴西经济将萎缩 9.1%，墨西哥、阿根廷分别萎缩 10.5%和 9.9%；（4）中国是唯一一个实现正增长的主要经济体，预计今年将增长 1%；（5）尽管许多经济体已开始重新开放，经济封锁和社交疏离的独特特征共同打击了投资和消费，十万亿美元的财政支持和各国央行的大规模宽松政策迄今避免了大规模破产。

基本认同 IMF 的主要观点，疫情的蔓延时间和影响均超出了人们的预期，考虑到疫情特点和目前状况，我们预计此次疫情不会在今年内结束。而疫情的二次反弹也似乎改变了全球经济复苏的预期，不确定性增多，经济增长复杂性加大。随着投资者开始恐慌加剧，全球资本市场正经历新一轮波动。周五，美国三大股市指数均下跌超 2%。美股自美国周二单日确诊病例破纪录以来一直低迷，本周美股累计下跌近 4%。国际原油期货价格也出现大跌，同时避险资产黄金价格则连续上涨，经过本周上涨后，金价以突破每盎司 1780 美元，接近 1820 美元的历史最高值。

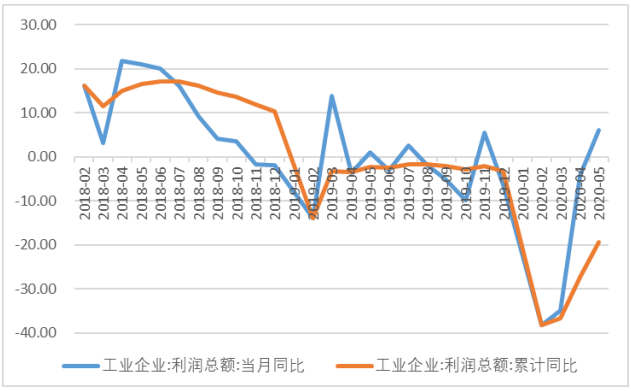
1.2 5 月工业企业利润同比由负转正，表明中国经济继续复苏，但疫情影响下不同行业利润改善出现结构性分化

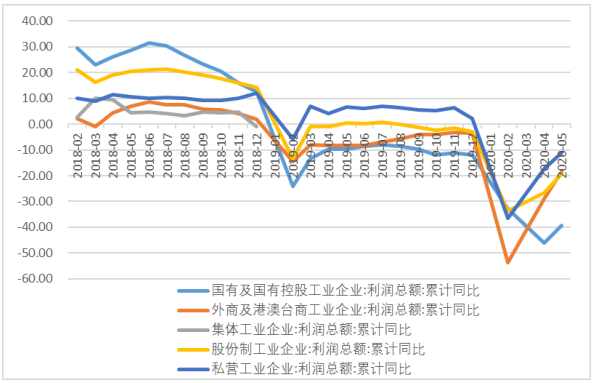
国家统计局 6 月 28 日发布的工业企业利润数据显示，5 月规模以上工业企业利润同比增长 6%，而 4 月为-4.3%，今年以来增速首次由负转正，1-5 月营业收入增速从-9.9%收窄至-7.4%。1-5 月累计，规模以上工业企业利润同比-19.3%，降幅较 1-4 月收窄 8.1 个百分点。

统计局将利润改善的主要原因总结为三点：（1）成本上升压力明显缓解，5 月规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为 84.29 元，同比增加 0.21 元，较 4 月大幅减少 1 元；（2）5 月工业品购进价格回落幅度明显超过工业出厂价格回落幅度，增加企业盈利空间；（3）石油加工、电力、化工、钢铁等重点行业利润改善明显；（4）当月投资收益大幅增加，也在一定程度上推动 5 月利润明显改善。

图 5：工业企业利润 5 月同比由负转正，1-5 月累计同比下降 19.3%（%）

图 6：外商及港澳台商投资企业利润改善最明显（%）





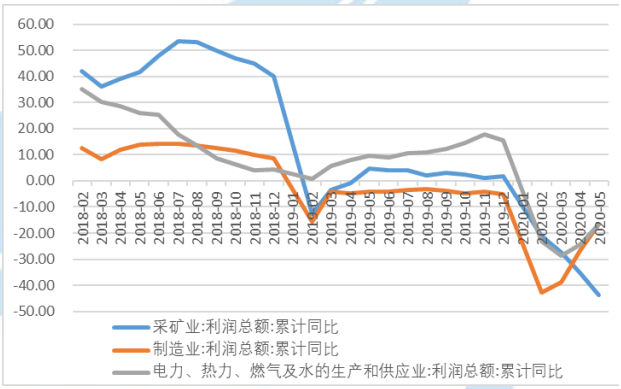
资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

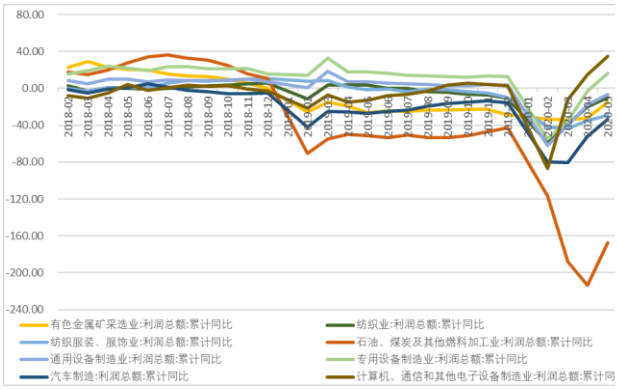
资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

尽管工业企业利润总体改善，但不同行业利润仍出现明显结构性分化。5 月工业企业收入利润均正增长，反映出政策大力推动复工复产下，企业盈利能力有所改善。然而，行业之间分化明显，除建筑相关行业、食品、医药制造业外，其他行业收入利润增长仍然处于低位、库存及应收账款水平“居高不下”，企业仍然面临较大的经营压力。

图 7：采矿业累计降幅扩大，制造业和电力、热力、燃气及水的生产和供应业降幅缩小（%）

图 8：石油加工、汽车制造等行业利润改善明显（%）





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

目前疫情仍未退散，疫情影响尚未消除，随着这疫情出现反弹，潜在的不利因素和不确定性增多，国内政策将保持一定的定力，在下游房地产和基础设施投资加强的保证之下，预计工业企业利润将会继续改善。不过统计局称，尽管 5 月工业企业利润实现今年以来首次增长，但疫情影响下市场需求依然偏弱，利润回升的持续性还需进一步观察。

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 5000 亿元，资金面整体宽松，跨月资金需求旺盛

1）央行的公开市场操作：

本周，周一至周三央行分别开展了 1200 亿、2000 亿和 1800 亿逆回购操作，无逆回购到期，全周累计净投放 5000 亿元，以维护半年末流动性平稳。

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	400	900	1800	0	0
14 天	800	1100	0	0	0
MLF（投放）365D	0	0	0	0	0
MLF（回笼）366D	0	0	0	0	0
净投放	1200	2000	1800	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：资金面整体宽松，跨月资金需求旺盛

本周资金面先紧后松，跨月资金需求旺盛。资金价格方面，由于端午调休非银无法交易隔夜，隔夜加权回落到 1.5%附近，DR007 维持在 2.13%的水平，R007 上行 22bp 至 2.39%，跨月资金 7d、14d 需求较多，资金价格逐日走高。

表 2：本周货币市场利率（%）

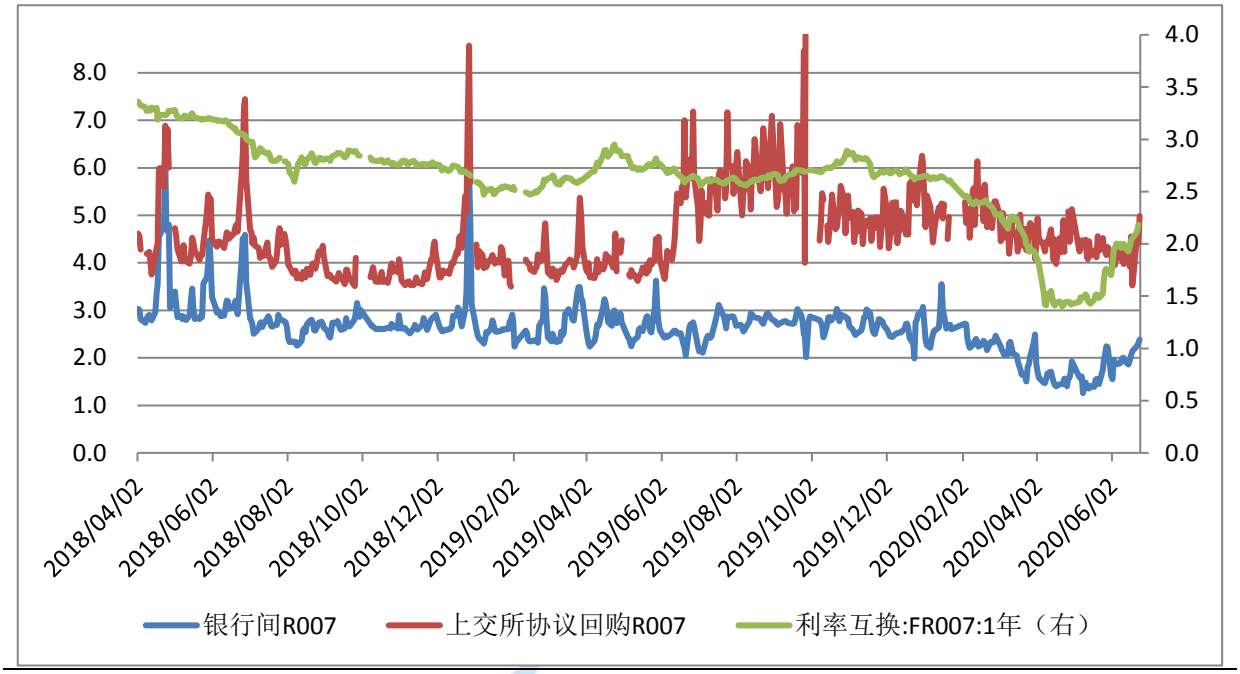
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	2.1853	1.9905	1.4908	0	0
	R007	2.2495	2.3123	2.3867	0	0
	R014	2.9681	3.0749	3.1151	0	0
	R021	2.4543	2.3521	2.1491	0	0
	R1M	2.7037	2.8615	2.9147	0	0
上交所协议回购	206001	3.7250	3.7300	3.7300	0	0
	206007	4.5990	4.4150	4.9870	0	0
	206014	5.0280	4.8590	4.7180	0	0
	206021	4.0160	4.8900	4.5780	0	0
	206030	5.4720	5.5270	5.6710	0	0
利率互换定盘：1Y	FR007	2.1206	2.1844	2.1322	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

3）资金面的展望：央行可能采取行动护航特别国债发行，不排除 6 月底或 7 月初降准的可能

本周公开市场净投放 5000 亿元，进一步缓解了季节性的资金压力，展望后市，考虑到特别国债开闸，资金面扰动在所难免，但其发行节奏均匀且地方债发行放缓，6 月政府债券供给压力大概率不会超过上月，央行可能采取行动护航特别国债发行，不排除 6 月底或 7 月初降准的可能，在均衡发行节奏、地方债让道和央行货币政策配合下，特别国债发行对资金面和债市的扰动无需过度担忧。

图 9：本周资金面整体宽松（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

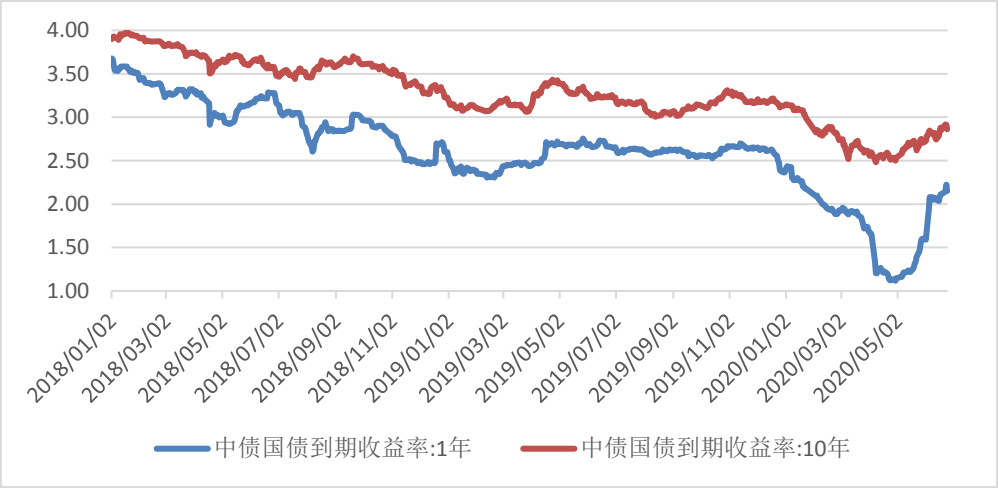
2.2 利率债走势分析：长债收益率先上后下，债市调整已经快于基本面修复

1）利率债走势复盘：债市情绪脆弱，5 年国开一级招标超预期，长债收益率宽幅震荡

本周，各期限国债期货价格涨跌不一。5 年期国债期货主力合约 TF2009 价格为 101.6000，较上周上涨 0.23%。10 年期国债期货主力合约 T2009 价格 100.1450，较上周下降 0.07%。2 年期国债期货主力合约 TS2009 价格为 101.2000，较上周上涨 0.16%。

本周仅三个交易日，债券市场继续经历大幅的波动，周初资金面再次收紧，在临近 6 月末的关键时间点，资金面数次收紧对于债市情绪的打击还是比较大的，使得长债收益率再度大幅上行，6 月 23 日 5 年期国开债 200203 一级发行利率（3.4%）大幅高于二级利率（3.01%），从而带动二级市场收益率被推高 17BP，而且以及招标倍数仅为 1.13，进一步带动了其他各期限利率大幅上行，10 年国债一度向上突破 2.96%，部分回补了春节跳空的缺口，当日发行的一级特别国债收益率依旧低于市场预期，中标加权利率 2.77%，边际中标利率 2.92%，但是债市的悲观情绪没有继续发酵，随着资金面的宽松以及次日的央行大额净投放，债市做多的情绪又被点燃，收益率重回下行，全周 10 年国债活跃券 200006 收益率先上后下，一度上行至 2.96%，最终回落到 2.865%，与上周持平，10 年国开债活跃券 200205 一度上行至 3.28%，最终回落到 3.17%，较上周上行 2BP。

图 10：本周 10 年期国债收益率下跌（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2）利率债展望：债市调整已经快于基本面修复，交易盘可择机参与

货币政策调整意在打击资金空转，并非政策转向。近期央行货币政策的调整主要源于对资金空转及违规套利的打击，防范金融风险抬头，防止短期利率过低带来的金融机构加杠杆以及企业的套利，对种种乱象和宽松政策副产品的治理，也是为了保障未来继续宽松的货币政策环境下，资金能够更加有效的支持实体经济。当前银行间回购余额已经从前期高点的 5 万亿降至 3.5 万亿，银行间资金利率也较此前有近 100bp 的上涨，结构性存款也在有序压缩，对空转套利的打击取得了一定成效，继续收紧的必要性已经不大。

经济基本面隐忧犹存。从近期的经济数据来看，在经历了 4 月好于预期的经济数据之后，5 月经济数据略显偏弱。基建、地产投资已经走上快速恢复甚至高速增长形成回补的快车道，制造业投资增长压力依旧较大，而恢复斜率放缓、并与疫情的小幅反复直接相关的服务消费领域需求的恢复只有期待疫情防控持续取得良好效果，并驱动内生性的消费偏好修复。供给方面，工业生产反弹力度较上月放缓、但增速领先于投资与消费，经济仍处于供过于求状态，去库存压力依旧存在。

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 2.86%位置，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。

2.3 存单与信用债分析：利率债收益率大幅波动，临近跨季时点资金面收紧，各期限信用债收益率上行

1）一级市场发行：信用债与存单发行量和净融资量均小幅减少

本周同业存单发行量较上周有所下降，本周存单发行量约 612.5 亿元，较上周发行量下降 89.32%。本周存单到期量为 2,499.10 亿元，较上周到期量下降 42.09%。

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 1,329.25 亿元，较上周环比下降 54.94%。

2） 二级市场走势及信用利差：信用债收益率跟随利率债继续调整

各期限存单收益率均上涨，1M 存单收益率较上周上涨 15.73bp，3M 期存单收益率较上周上涨 4.35bp，6M 期存单收益率较上周上涨 0.32bp，9M 期存单收益率较上周上涨 4.43bp。

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 14.17bp、上涨 12.39bp、上涨 11.51bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别上涨 15.17bp、上涨 15.39bp 、上涨 13.51bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别上涨 11.17bp、上涨 9.39bp、上涨 16.85bp。

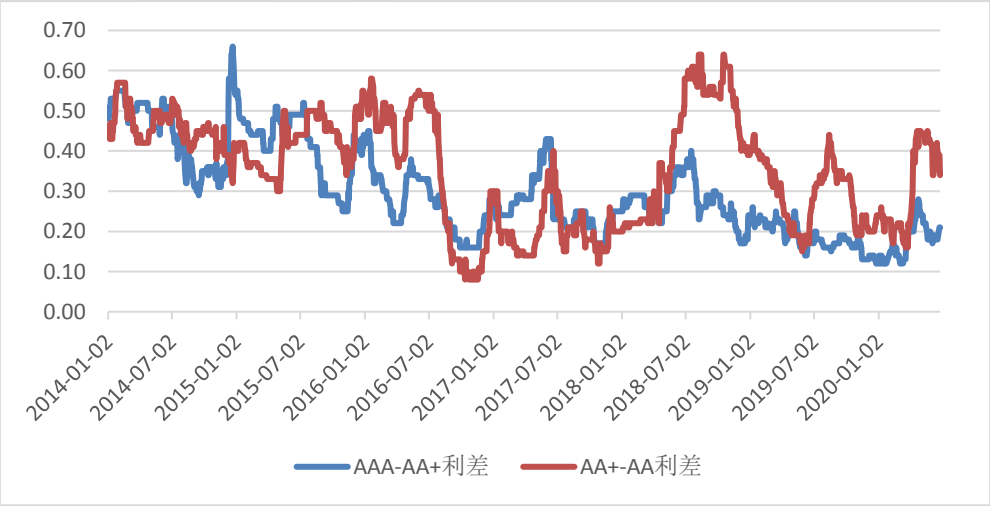
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	2.722	6.00%	14.17
信用债(AAA):3 年	3.1929	14.30%	12.39
信用债(AAA):5 年	3.692	18.90%	11.51
信用债(AA+):1 年	2.902	6.50%	15.17
信用债(AA+):3 年	3.403	12.50%	15.39
信用债(AA+):5 年	4.002	19.70%	13.51
信用债(AA):1 年	3.192	10.10%	11.17
信用债(AA):3 年	3.743	11.70%	9.39
信用债(AA):5 年	4.382	15.90%	16.85

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 2bp 至 21bp，AA+和 AA 之间的利差较前周收窄 5bp 至 34bp。

图 11：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：转债市场小幅下跌，占优转债多数为偏股型

1）可转债的走势复盘：转债未随权益上涨，逾七成转债下跌，估值回落至本轮行情启动前水平

本周权益市场延续震荡上涨趋势，上证指数本周上涨 0.40%，深证成指本周上涨 1.25%，创业板指本周上涨 2.72%创反弹新高，中小板指本周上涨 1.98%，成长风格类板块表现继续好于价值风格类板块。可转债市场本周小幅下跌，本周上证转债下跌 0.60%至 307.70，深证转债下跌 0.32%至 241.91，中证转债下跌 0.51%至 343.35，一方面“固收+”资金在风险偏好上明显存在分歧，担忧反弹至阶段高位的权益市场有回调的可能，另一方面结构性分化明显，即使指数表现弱，但越来越多的个券在正股的带动下将触发赎回，进入转股期后前期累积的高溢价率迅速收缩，双重因素叠加下本周转债市场表现仍然弱于权益市场。其中，游族转债、石英转债、联得转债、福特转债、至纯转债等涨幅居前，蓝盾转债、博特转债、模塑转债、金农转债、盛路转债等跌幅居前，逾七成转债录得下跌行情，表现占优的多数为偏股型转债。一级方面，本周仅三个交易日，只有三只新债发行，分别是天创转债、雪榕转债、巨星转债。

从近五年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，本周转股溢价率和隐含波动率持续下跌，转债市场进一步调整，整体估值水平继续回落，已到达 2019 年 12 月也就是本轮行情启动前的估值水平。

图 12：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：短期看指数级上行趋势并未到来，建议依然把握结构性行情

转债市场经历 5 月估值调整后性价比回升，纯债市场收益预期更低，转债依然有资产配置角度的选择优势。从短期来看，指数级上行趋势并未到来，但在中报业绩真空期前，行业结构化程度有望加剧，部分前期低估值板块不排除有阶段性行情。当前应当以平衡性标的为主要投资策略，谨慎选择高估值的主题，同时仍需关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。对于后续行情趋势，建议依然把握结构性行情，关注四个主要方向：（1）科技板块依然是主线；（2）疫情后复苏，北京疫情逐步回归控制状态，此次疫情反复在一定程度上加强了相关医疗板块估值提升趋势，从全国范围看食品饮料等必需消费和复苏趋势强的可选消费仍有一定回复的空间；（3）政策托底，作为政策调控重点的基建，地产投资的快速恢复与基建投资的合理加码将使前期估值较低的基建等板块迎来波段性机会；（4）业绩兑现，随着业绩真空期逐渐步入后半程，市场对于板块绩优股或将给予更大的权重。

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：短调压力显现　关注通信、生物医药和传媒

1)　权益市场走势复盘：A 股延续震荡走高态势，量能略有萎缩

节前 A 股延续震荡走高态势，上证综指报收于 2979 点，节前三天小幅上涨 0.40%；同期深圳成指和创业板指分别上涨 1.25%和 2.72%。受节假日效应影响，节前量能略有萎缩，但仍处于较高水平。

受三大因素驱动，六月以来 A 股整体呈震荡反弹趋势。一是虽有局部反复，但国内疫情控制总体较好，复工复产顺利推进，国内宏观经济进入持续恢复之中。如 5 月份制造业 PMI50.6%，位于荣枯线上方；5 月社融新增 3.19 万亿，高于预期；M2 同比增速 11.1%，与上月持平。二是国内与全球流动性宽松环境下，资金不断进入市场。六月以来，截至 6 月 24 日陆股通北向资金净流入高达 541.26 亿元；场内融资融券余额增至 11469 亿元（6 月 23 日），较 5 月底增加 677 亿元。三是在美联储宽松政策下，海外美股持续强势反弹，纳斯达克指数一度创出历史新高，带动 A 股风险偏好持续上升，月内核心科技、生物医药等板块持续强势，引领市场表现。

图 13：六月 A 股呈震荡反弹趋势



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

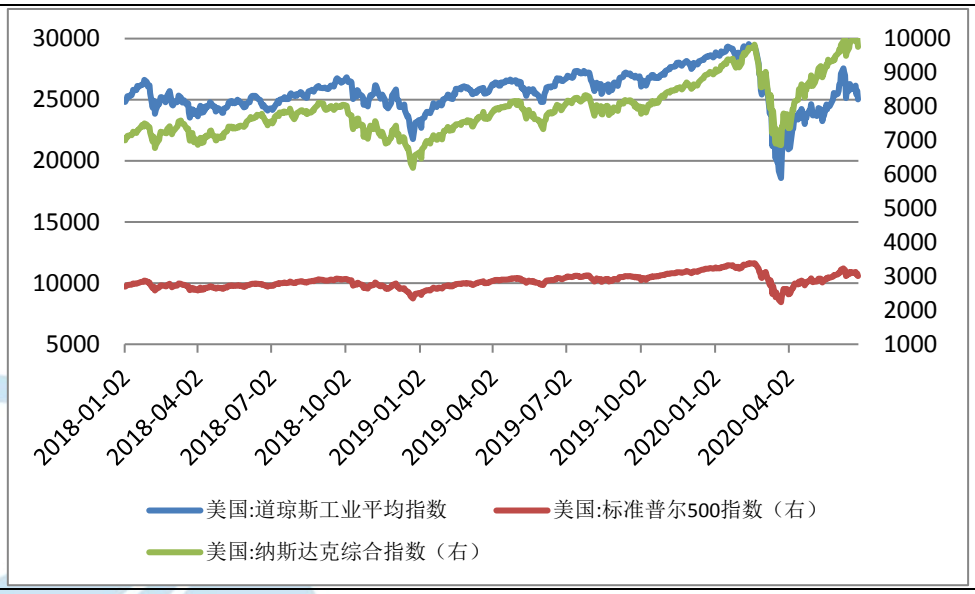
受新冠疫情加剧、世界经济前景黯淡、美欧贸易紧张局势升温等因素影响，本周美国股市整体下跌，道指本周周跌 3.3%，报 25015.55 点。纳指报 9757.22 点，本周周跌 1.9%，标普 500 指数报 3009.05，本周周跌 2.9%。

受新冠疫情加剧、世界经济前景黯淡、美欧贸易紧张局势升温等因素影响，本周美国股市整体下跌。本周前两个工作日，美股持续上涨，周二纳斯达克指数创盘中历史新高，但是三大股指在周三大幅收跌，跌幅均超过了 2%，录得近两周以来最大单日跌幅，下跌原因，主要是周三当日美国新冠肺炎确诊

病例数创下疫情暴发以来第二高，其中，俄克拉荷马州和加利福尼亚州纷纷创下疫情暴发以来最大单日增幅。这种情况加剧了投资者对美国经济前景的担忧，在周三大量抛售资产，受疫情影响最严重的航空、邮轮等公司股票跌幅较大。

最新的疫情进展明显对股市不利，因为投资者普遍认为疫情引发的最严重的衰退时刻已经过去。但事实上疫情并没有如预期般逐步消失，局部疫情的暴发，打击了市场的积极性，同时引起了人们对这种病毒会在秋天再次复发的担忧，后市不容乐观。

图 14：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—短调压力显现 关注通信、生物医药和传媒

展望后市，在连续反弹之后，节日期间 A 股短期回调因素增加。

一是海外疫情第二次爆发风险开始显现。6 月 18 日以来，全球单日新增新冠病例开始居高不下，26 日和 27 日更连续创出单日新增数的新高，分别达到 18.16 万人和 21.39 万人。其中巴西、美国 27 日单日分别新增 5.22 万人和 4.85 万人。美国 29 个州出现疫情反弹，疫情的反复可能对正在复苏的美国经济造成打击，也抑制了市场对经济快速复苏和企业收益快速反弹的乐观情绪。而在特效药和疫苗研发成功之前，新冠疫情大概率不会迅速消失，而可能会一直伴随着人们的生活，成为一种新常态。受此冲击美股在端午节日期间出现显著调整，投资者风险偏好迅速收缩。

海外疫情再起，对市场的影响与 2、3 月时疫情初爆发时会有所差别。疫情初发时，主要国家采取强力措施抗疫，导致经济活动几乎停滞，进而在短时间内重创金融市场；再次爆发时，各国将不会再度封锁经济，因此对经济的影响会更为缓和但也可能更为深远，对市场的影响也更为缓和和持久，直至疫情得到较好控制。

二是贸易摩擦风险再度上升。据路透社报道，美国国防部将包括华为、海康威视、中国移动在内的 20 家中国高科技企业列入“中国军方拥有、控制或有联系”的公司清单，未来可能对这些公司施加制裁。此外，美国还考虑对价值 31 亿美元的欧盟和英国产品征收新关税。

三是 7 月份将面临年内限售股解禁高峰。根据统计，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，但大额解禁对 A 股走势及市场的不利影响将提前显现，波及整个 7 月份的市场表现。

不过，相信 A 股依旧会有较强韧性。国内疫情控制总体较好，经济恢复仍将持续；国务院推动金融向实体企业让利，“六保”“六稳”措施有利于缓解中小企业压力；政策加大开放和内部改革，如金融业加大对外资开放，金融市场深化内部改革，如注册制快速推进，向银行发放券商牌照等。这些措施有望为 A 股建立起扎实的底部支撑，叠加整体低位的估值水平，市场下行风险有限。

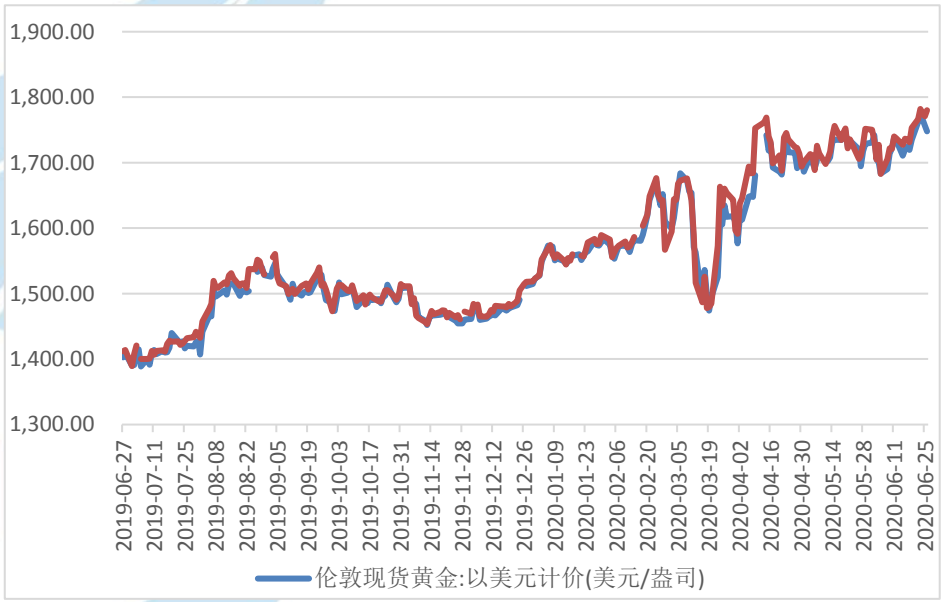
综合来看，A 股市场短期回调压力显现，在近期的上涨后短期或将回调。但也不必过度悲观，权重指数下行空间有限。重点注意前期因主题炒作而估值高企、但缺乏实际业绩支撑的个股和板块。

中长期角度，我们持续看好传统行业中的低估值龙头公司、新兴产业领域的核心科技股、消费成长股的投资价值；短期方面，板块配置上建议关注通信、医药生物，以及传媒板块的投资机会。

3.2 黄金市场分析：金价连续上涨后显露疲态，但疫情反弹导致对经济复苏的担忧加剧，金价本周仍实现上涨

周五，伦敦现货黄金价格下跌 8.95 美元，或跌幅 0.51%，收报于 1747.6 美元/盎司，但依赖于前两个交易日的上涨，金现本周仍实现上涨，全周涨幅 0.74%；美国 COMEX 黄金期货结算价上涨 9.7 美元，或涨幅 0.55%，收报于 1780.3 美元/盎司，全周累计涨幅 1.56%。

图 15：金价连续上涨后已显露疲态（美元/盎司）

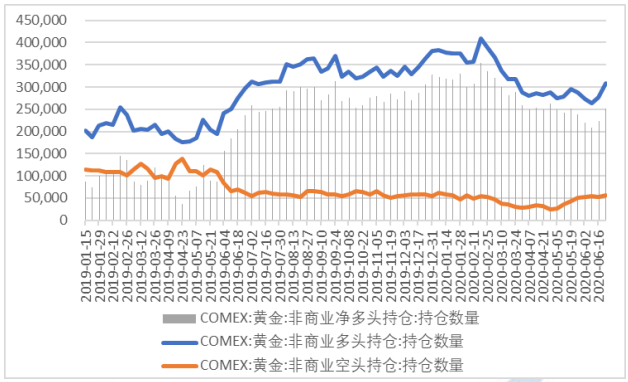


资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

近期黄金涨势势头显露疲态，但是未来仍有较大概率继续走高。疫情爆发导致投资者避险情绪大幅提升，以及宽松的货币政策和主要央行为缓解疫情影响而采取的一系列刺激政策所引发的通胀担忧，推动金价今年上涨了约 16.5%，如果从 3 月中旬价格低点计算，金现上涨了约 18.5%，COMEX 金上涨了超过 20%。但金价近期已显露出疲态，上周累计涨幅不到 1%，而金价在本周一大涨约 1%后连续多日横盘整理，变动均不大。受全球部分地区疫情二次爆发影响，尤其是美国南部几个州疫情大幅反弹，美国单日新增病例数创下纪录，投资者避险情绪有所提升，金价仍实现小幅上涨。COMEX 非商业黄金（净）多头持仓量连续两周增加；全球最大的黄金上市交易所交易基金（ETF）SPDR Gold 的持金量本周也增加 3.51 吨

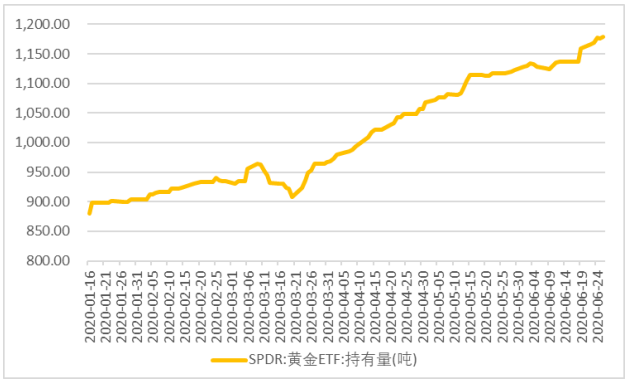
至 1178.9 吨，为 2013 年 4 月以来最高，这反映了投资者的情绪。未来金价走势主要取决于疫情二次爆发的波及范围和程度，以及主要央行为支持经济复苏将是否推出新一轮扶持政策，IMF 本周大幅下调今年全球经济增长预期也加剧了投资者担忧，如果金价在接下来两个周内能突破 1800 美元/盎司的关键阻力位，三季度的下个目标将定在突破 1920.7 美元/盎司的历史最高位。

图 16：COMEX 黄金（净）多头持仓连续两周增加（手）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

图 17：SPDR 持金量持续增加并连创新高（吨）

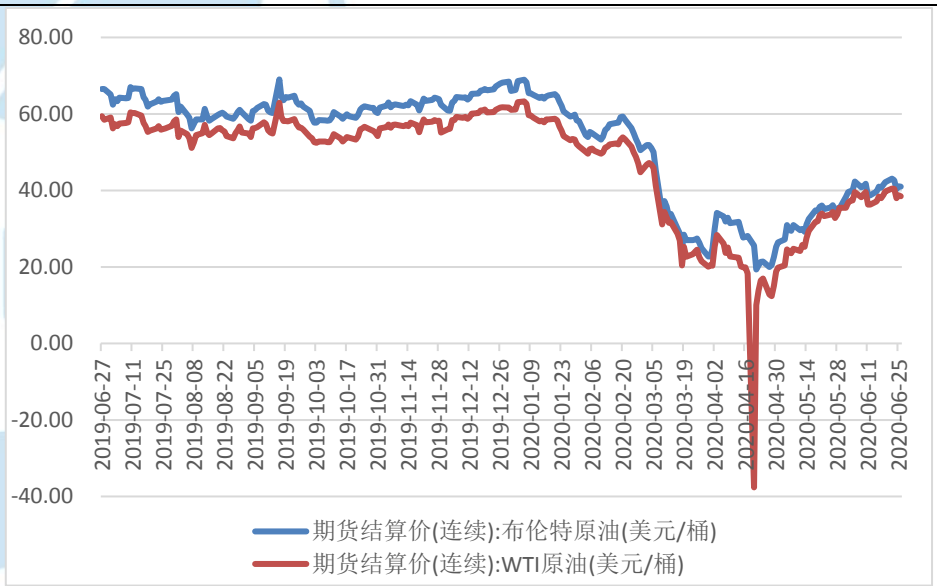


资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

3.3 原油市场分析：疫情反弹导致投资者担心原油需求再次下降，油价本周下挫

周五，国际基准布伦特原油（Brent）8 月期货合约结算价下降 0.03 美元，或-0.07%，收报于每桶 41.02 美元，全周累计下跌 2.77%；美国基准得克萨斯中质原油（WTI）8 月期货合约结算价下降 0.23 美元，或-0.59%，收报于每桶 38.49 美元，全周累计下跌 3.17%。

图 18：油价本周下跌约 3%（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

油价下跌主要受疫情二次爆发的不利影响。全球部分地区已经出现疫情反弹，美国南部人口稠密地区、德国、拉丁美洲和印度的感染人数不断增加，美国新增病例在本周连续创下自疫情爆发以来的单日新高，周五新增近 5 万病例，这让投资者对经济复苏感到担忧，并给油价带来了压力。另外，美国上周原油库存

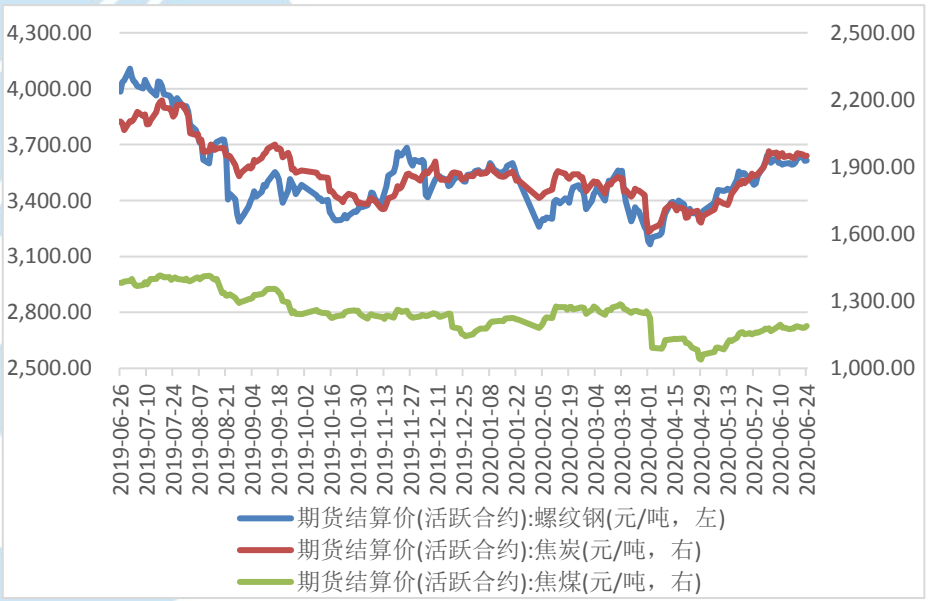
再创新高，美国能源信息署（EIA）表示，美国原油库存上周增加了 140 万桶，预期为增加 29.9 万桶，这标志着美国库存原油连续第三周刷新纪录高位。受此影响，油价周三大跌超 5%。

油价能否继续上涨主要在于此次疫情的反弹能否被有效控制，以及 OPEC+抑制美国页岩油企业的目标。整个 6 月，布伦特油价都在每桶 40 美元上下（美油为每桶 38 美元）震荡波动，而相较于 5 月底，6 月油价涨多跌少，仍实现了约 10%的涨幅。随着疫情解封，市场投资者整体上对全球经济复苏持乐观态度，本周公布的部分国家 6 月采购经理人指数（PMI）也显示全球经济正在加快复苏，无论是制造业 PMI 还是服务业 PMI 均较 5 月有明显改善。6 月初 OPEC+达成的延长减产协议，以及欧盟、中国、美国等越来越多的国家和地区放开旅行限制，也对油价产生了一定支撑作用。近期油价下跌主要和疫情持续爆发以及在部分地区的二次反弹有密切关系，油价能否进一步上涨与此波疫情反弹在多长时间内被遏制有关。国际货币基金组织（IMF）周三大幅下调了对 2020 年全球经济产出的预测，也挫伤了投资者的信心。此外，OPEC+打击美国页岩油业的努力一直存在，并不希望油价上涨过高，据调查，超过一半的美国页岩油生产商计划于 7 月底前恢复部分生产，但这要求油价必须维持在每桶 40 美元以上。因此油价进一步上涨的动力一直不足。

3.4 黑色产业链分析：受南方雨季导致需求走弱以及节假因素的影响，黑色系产品本周价格变化不大

本周黑色产品价格变化不大，螺纹钢、焦炭小幅下跌，焦煤微幅上涨。截至本周三（6 月 24 日），螺纹钢期货主力合约结算价较上周五下跌 14 元/吨，或跌幅 0.39%，收报于 3615 元/吨；焦炭下跌 11.5 元/吨，或跌幅 0.59%，收报于 1951 元/吨；焦煤上涨 0.5 元/吨，或涨幅 0.04%，收报于 1188.5 元/吨。

图 19：黑色产品价格波动不大（元/吨）

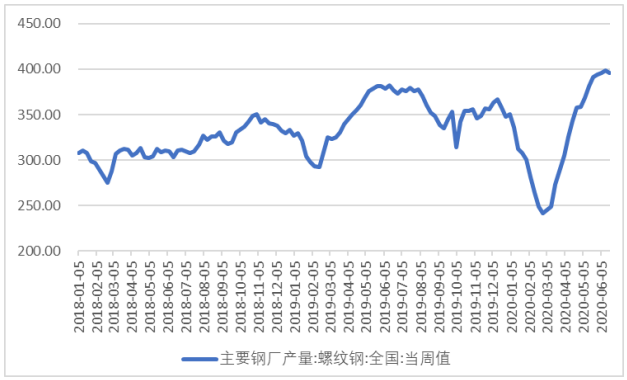


资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

供需两弱，交投不活跃使得螺纹钢价格的小幅下跌。本周价格波动不大的原因主要有三个：一是端午节前交投一般不活跃，价格难有大的变化；二是部分钢厂停产对高炉进行检修以及铁水转产，影响了钢厂的产量及对焦炭焦煤的需求；三是近期南方大部分地区降雨量创历史高位，且已经持续一段时间，影响了基建项目和房地产业的工程进度，从而导致对螺纹钢需求的边际走弱。这也可以通过一些重要指标得以验证，上周螺纹钢产量在连续增长 3 个多月后出现首次下降，而螺纹钢总库存则由降转增，其中

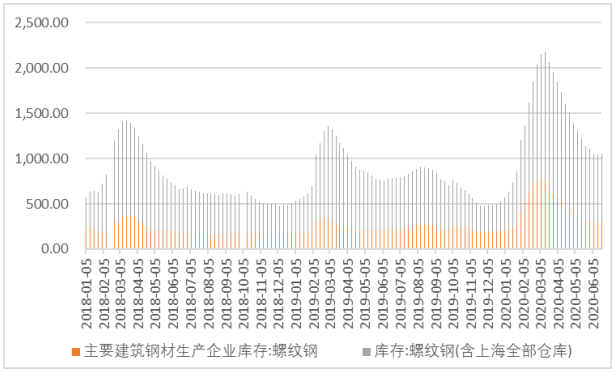
厂库增加较多，螺纹钢的整体表观消费量周环比已大幅下降数十万吨。此外，近期螺纹钢价格的部分上涨与主要原材料铁矿石的价格处于历史高位水平有密切关系。

图 20：螺纹钢产量连续上涨后出现下滑（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

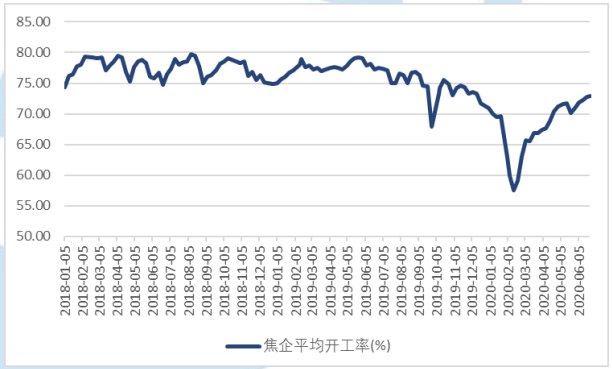
图 21：螺纹钢总库存（厂库+社库）增加（万吨）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

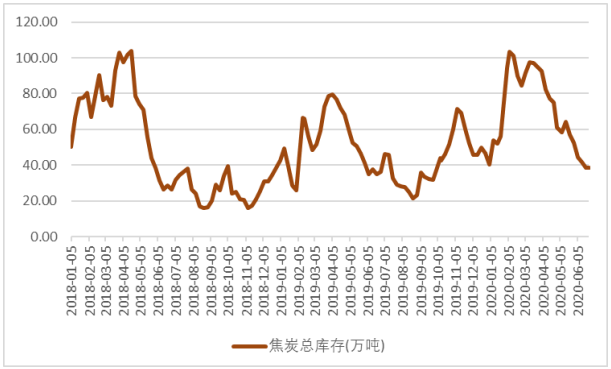
下游需求转弱，带动焦煤焦炭价格疲软。下游钢厂的生产下滑，必然导致对上游原材料焦炭焦煤的需求不足和价格疲软。可以看到，尽管焦企经过数轮提涨后，焦企的生产积极性较高，高炉开工率持续上升，焦炭产量维持在历史高位，但本周焦企焦炭库存并没有像之前那样下降的幅度那么大，从 38.63 吨降至 38.59 万吨，仅下降 0.04 万吨，远小于上周的 2.99 万吨。而焦煤价格的微涨则更多是延续上周的涨势和投资者情绪，背后的根本原因在于国内对进口煤政策的收紧。综合考虑国内外疫情及政策影响等因素，下游基建和房地产市场的回暖表明对黑色系产品的需求仍存在，但疫情二次反弹、南方雨季等影响投资者风险情绪，使得价格上涨的动力不足，黑色产品价格短期内将出现震荡，如果需求继续减弱，后期价格或将下跌。

图 22：2 月中旬以来焦企开工率持续上升（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所、中航证券资管业务部

图 23：3 月中旬以来焦企焦炭总库存持续下降（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

3.5 人民币兑美元汇率分析：美元指数逐步走低，人民币兑美元汇率整体上涨

本周，人民币兑美元汇率中间价报 7.0555，较上周上调 0.50%。即期汇率报 7.0744，较上周上调 0.05%。

本周，受到美元指数逐步走低影响，人民币兑美元汇率整体上涨。周三，受到市场传闻中美贸易关系趋紧影响，引发离岸人民币汇率隐含波动率跳涨与投机资本沽空潮起。所幸抄底买盘很快控制局面，令离岸人民币汇率迅速收复失地。离岸人民币汇率快速止跌反弹，无形间凸显当前人民币汇率平稳波动态势相当牢固。这背后，一是金融市场担心在美联储无限量 QE 与长时间保持极低利率的冲击下，美元汇率将趋于持续下跌，导致美元所谓的避险属性被大幅削弱。尤其是近日美国疫情卷土重来，并未提振美元汇率大幅反弹，二是中国金融市场对外开放步伐提速正吸引越来越多海外投资机构加仓人民币资产，悄然抬高了人民币汇率均衡估值。

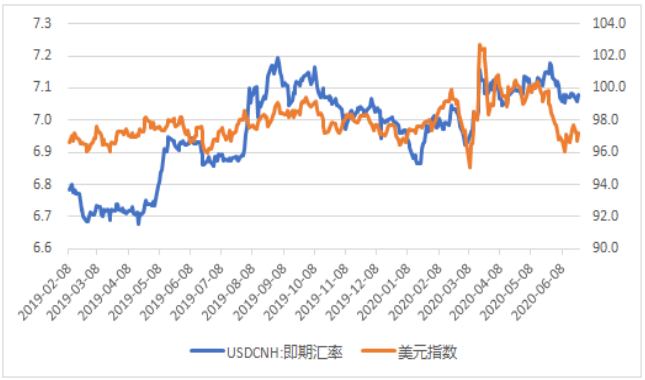
下半年疫情对于经济乃至汇率的扰动将明显降低，由避险因素推升的美元指数总体也将重回弱势。因此，预计人民币汇率年末能回到 7 附近，总体运行区间保持在 6.9-7.2。

图 24：人民币兑美元汇率中间价本周上调



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 25：美元指数逐步走低



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。
	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	低配	短期来看全球的基本面、政策面和流动性依然有利于债市，长端利率债可能进入低水平高波动的格局，交易盘可适当参与，配置盘安全边际不足，中期来看，利率突破前低后，利率债相对于其他资产性价比有所下降，安全边际也有所下降，中期需防范基本面修复、宽松政策衰减对利率的冲击。
	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	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	标配	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。