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：近期政策密集表态，债市震荡上行，风险偏好提升带动权益上涨（2020.06.15-2020.06.19）

金融市场分析周报　　2020 年 6 月 22 日

摘要

- **新冠肺炎疫情：** 截至 6 月 19 日，全球累计确诊病例达 875.9 万例，较上周大幅增加 102.2 万例，已连续七周创下单周新高，本周三单日新增超 17.8 万例，也创下新高。美国确诊病例近 230 万例，一直是全球确诊病例最多的国家，本周新增 18 万例，较上周增加约 3 万例，说明疫情正在加速蔓延。巴西已成为全球第二个确诊超百万例的国家，本周新增超 20 万例，是全球病例增长最快的国家。其他病例加快增长的国家还有印度、智利、墨西哥等。中国部分地区也出现了疫情反弹。此次疫情及其超预期传播已经对全球经济造成重创，同时影响到供给端和需求端，且程度前所未有。今年 3 月以来，美联储率先开始大幅降息并实行量化宽松政策，之后其他国家央行纷纷跟从，但从实际效果看，政策仅一定程度上缓解实体经济的困境，却无法使其复苏，根本原因在于疫情下需求的恢复不及预期，失业率高居不下，且消费和投资水平处于较低水平。超低利率和大规模的量化宽松政策反而造成了全球股市飙涨和背离经济基本面的状况；

- **宏观经济数据：** 随着国内疫情进入下半段，在各种稳增长和稳就业政策之下，国内生产活动进一步恢复，5 月经济状况继续恢复，但受国外疫情加剧蔓延和国内疫情局部反弹的不利影响，经济回暖速度低于市场预期。5 月规模以上工业增加值同比增长 4.4%，比 4 月回升 0.5 个百分点；5 月社会消费品零售总额同比下降 2.8%，比 4 月收窄 4.7 个百分点；1-5 月固定资产投资（不含农户）同比下降 6.3%，比 1-4 月收窄 4 个百分点；5 月全国城镇调查失业率 5.9%，仅较 4 月降低 0.1 个百分点。整体看，需求同比继续下滑，供给同比保持增长，表明国内需求回升速度仍明显慢于供给。国家统计局称，尽管 5 月主要指标继续改善，但当月不少指标低于上年同期水平，表明疫情冲击损失尚需弥补，经济还未回归正常水平。国外疫情加剧蔓延，国际贸易萎缩严重，以及近期国内一些地区疫情形势有所恶化，加上中美紧张局势持续升温，未来经济表现仍存在较大不确定性。

- **资金面及央行公开市场操作：** 本周，央行开展了 3000 亿元逆回购操作和 2000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，以维护半年末流动性平稳，但本周仍实现净回笼 1600 亿元。事实上，6 月以来，央行已持续三周实现净回笼，公开市场操作仍然较为谨慎。6 月 18 日央行以利招标方式开展了 1200 亿元逆回购操作，包括 500 亿元 7 天期和 700 亿元 14 天期，7 天期中标利率 2.20%，14 天期中标利率 2.35%，上次 7 天和 14 天期逆回购中标利率分别为 2.20%、2.55%。14 天期下调 20 个 BP。本周资金面整体均衡，各期限资金加价格呈现不断上涨趋势。

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

- **利率债：**本周债市增量信息较多，多空信息交织，长债收益率继续震荡上行。周末北京疫情意外升级，带动避险情绪升温，周一早盘长债收益率大幅低开，然而 MLF 缩量续作，市场期待落空，周一下午财政部正式公布了 6 月 18 日特别国债的发行计划，6 月 18 日开始发行，7 月底之前发完，且市场化发行，对债市来说供给压力加大，周三晚间总理主持国务院常务会议提出“进一步通过引导贷款利率和债券利率下行”、“综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕”，周四，央行公开市场操作，14 天期逆回购下调 20 个 BP，然而当日召开的第十二届陆家嘴论坛上，刘鹤副总理书面致辞称“各类经济指标已经出现边际改善”，以及易纲行长发言中提到“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”，债市市场投资者对此解读偏负面，虽然当日特别国债的结果发行收益率远远低于市场预期，但并未带动市场情绪转好。全周，10 年国债活跃券 200006 累计上行 10bp 至 2.855%，10 年国开活跃券 200205 累计上行 6.25bp 至 3.15%。

- **信用债：** 本周同业存单发行量较上周有所上涨，本周存单发行量约 5,769.20 亿元，较上周发行量上涨 61.89%。本周存单到期量为 4,315.20 亿元，较上周到期量上涨 30.96%。信用债方面，一级市场信用债发行量下降。本周非金融企业短融、中票、企业债和公司债合计发行约 2,949.70 亿元，较上周环比下降 8.92%，二级市场方面，各期限存单及信用债收益率多数上涨。

- **可转债：**本周权益市场放量上涨，上证指数本周上涨 1.64%，深证成指本周上涨 3.70%，创业板指本周上涨 5.11%，中小板指本周上涨 4.14%，成长风格类板块表现好于价值风格类板块。可转债市场随权益市场小幅上涨，本周上证转债上涨 0.24%至 309.56，深证转债上涨 2.22%至 242.69，中证转债上涨 0.87%至 345.12，总体来看本周转债市场表现依旧弱于权益市场，表现相对占优的是偏股型转债。一级方面，本周有五只新债发行，一级市场发行节奏明显提速。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继续震荡下跌，转债市场整体估值水平持续回落。

- **权益市场：**本周市场低开高走，逐日震荡上行。上证综指报收于 2963.63 点全周上涨 1.64%；同期深圳成指和创业板指分别上涨 3.70%和 5.11%；量能温和放大，周内两市合计成交 3.75 万亿元，增加约一成。盘面上，生物医药等热点板块表现较好；上证综指站稳半年线，创业板指则超过 3 月份高点。市场总体强势，风险偏好继续上升。展望后市，国内对外开放持续扩大、实体经济支持政策落地、资本市场改革加速，有利吸引资金布局权益；但经济内生增长仍然疲弱，货币政策宽松边际减弱，全球范围内新冠疫情仍在蔓延，加大了市场不确定性。A 股短期或仍以震荡为主，建议成长与价值并重。板块方面，建议关注券商，受益于经济复苏的可选消费，电子行业中应对美国制裁的国产替代等。

- **黄金：**世界各地出现的新增病例，包括美国南部和西南部的一些州新增病例数住院率持续上升，导致投资者避险情绪增加，投资者担忧全球经济复苏受阻，这推升了金价。但是本周美元汇率一直维持在一周高位，抑制了金价的涨幅。周五，COMEX 黄金期货结算价上涨 21.9 美元，或涨幅 0.89%，收报于 1753 美元/盎司，全周累计上涨 0.9%；伦敦现货黄金价格上涨 15.25 美元，或涨幅 1.27%，收报于 1734.75 美元/盎司，全周仅累计小幅上涨 0.07%，基本与上周持平。今年以来，受疫情引发的避险需求高涨以及各国央行推出史无前例的财政和货币支持政策的提振，金价已上涨约 15%，且近期金价似乎已稳定在每盎司 1700-1750 美元之间。考虑到目前全球各国利率处在一个较低水平，以及疫情的不确定性较多，黄金基本面仍较为强劲。美元汇率处在一个较高水平上，在疫情的后半段，美元贬值或将成为进一步推高金价的主要因素；

- **原油：**各项数据表明疫情解封后原油需求正在恢复，同时有迹象显示上周达成延长减产协议后 OPEC+各主要产油国对减产协议的执行度较好，这推升了油价，导致油价在上周暴跌之后再次暴涨。周五，国际基准布伦特原油 8 月期货合约结算价上涨 0.68 美元，或 1.64%，收报于每桶 42.19 美元，全周累计暴涨 8.93%；美国基准得克萨斯中质原油 8 月期货合约上涨 0.91 美元，或 2.34%，收报于每桶 39.75 美元，全周累计暴涨 9.62%。需求的回升和 OPEC+减产协议继续对油价提供一定支撑，但考虑到疫情在

部分地区出现反弹，OPEC+减产协议能否在 7 月底结束后继续延长仍存在未知数，以及近期油价上涨具有投机性因素，原油大幅上涨的可能性不大，预计将维持在每桶 40 美元上下。

- **黑色产业链**：国内需求端的恢复不及供给端，基础建设、制造业投资同比增速下滑，加上近期南方暴雨天气明显偏多，对基建等下游行业的需求产生不利影响，导致本周螺纹钢生产发生逆转，产量在连续四个月增长后出现下降，而库存则由降转增。但受跌矿石等生产原材料价格高涨带来的成本上升的推动，螺纹钢价格仍实现上涨。由于下游钢厂产量处在历史峰值水平，高炉开工率持续回升，焦炭库存持续下降，对焦炭的需求仍较强，同时受焦炭拉涨利好因素驱动，焦企对焦煤的需求有所提升，焦煤库存明显增加，焦煤供需局面有所好转，带动了焦煤价格的上涨。本周黑色产品价格均实现上涨，其中螺纹钢期货主力合约结算价格累计上涨 32 元/吨，或累计涨幅 0.89%，收报于 3629 元/吨；焦炭价格上涨 17.5 元/吨，或跌幅 0.9%，收报于 1962.5 元/吨；焦煤价格上涨 6 元/吨，或涨幅 0.51%，收报于 1188 元/吨。

- **人民币汇率**：本周，人民币兑美元汇率中间价报 7.0913，较上周下调 0.07%。即期汇率报 7.0780，较上周下调 0.05%。 6 月 19 日人民币对美元汇率中间价报 7.0913，较前周下调 0.07%，有向 7.10 挺进的迹象。年初至今来看，人民币兑美元中间价已经贬值约 2%。人民币本次下跌主要是由于近日来美元指数走势向上而导致的，根据美国商务部周二发布的数据，5 月份零售额较前一个月猛增了 17.7%，是 1992 年开始有数据以来的最高增幅，受此影响，美元指数大幅上扬，美市盘一举突破 97 关口，最高录得 97.265，日涨幅 0.35%，周五，美元指数报 97.6842，连涨四日，周涨 0.6%，因全球冠状病毒病例的增加，加上美国病例的持续上升，已经削弱了风险相关领域的乐观情绪，给美元带来了额外的支撑。

目录

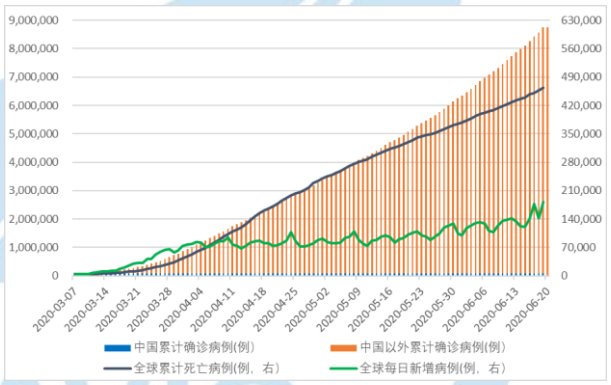
一、 本周重点经济数据分析.....5
1.1 全球疫情形式.....5
1.2 5 月主要经济指标.....6
二、 固定收益市场分析.....9
2.1 资金面分析.....10
2.2 利率债走势分析.....11
2.3 存单与信用债分析.....14
2.4 可转债分析.....15
三、主要资产价格分析.....16
3.1 权益市场分析.....16
3.2 黄金市场分析.....19
3.3 原油市场分析.....21
3.4 黑色产业链分析.....22
3.5 人民币兑美元汇率分析.....23

一、 本周重点经济数据分析

1.1 新冠疫情呈加速蔓延趋势，全球经济正艰难恢复，当前难点在于需求端

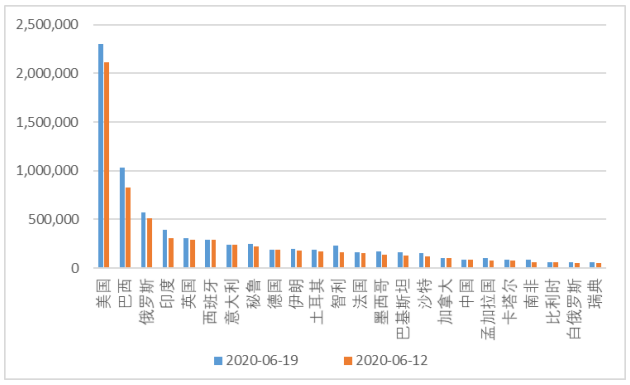
自新冠疫情爆发的近六个月后，疫情正在全球范围内加速蔓延，疫情形势又发生了新的变化。据WIND统计数据，截至6月19日，全球累计确诊病例达875.9万例，其中中国8.3万例、国外867.4万例，较上周大幅增加102.2万例，已连续七周创下单周新高，其中周三单日新增超17.8万例，也创下新高；累计死亡病例46.3万例，新增3.4万例。确诊超过5万例的国家有24个，与上周相比增加1个，为欧洲的瑞典。从各主要疫情国家看，美国的确诊病例已达229.7万例，死亡11.9万例，是全球确诊病例最多的国家；本周新增病例18万例，较上周增加约3万例，说明美国疫情正在加速蔓延，过早解除社交隔离措施以及美国各地爆发的反种族歧视抗议活动是疫情持续蔓延的主要原因。随着5月以来美国各州陆续开放解封，此前疫情并不严重的20多个州，近期新增病例继续呈现增长趋势，引发外界对美国将出现第二波疫情的担忧。一些新兴经济体国家的疫情也在加速蔓延。巴西本周成为全球第二个确诊病例超百万例的国家，达103.3万例，本周新增超20万例，较上周增加逾2万例，是全球病例数增长最快的国家。另外确诊病例超5万例的国家中，新增病例较上周增加的还有印度、智利、墨西哥、巴基斯坦、沙特、孟加拉国、南非、土耳其、德国、西班牙、中国等11个国家，加上美国和巴西2个，占这些国家数量的一半以上。中国北京在上周四于新发地市场发现本地感染病例后，疫情有所反弹，到目前新发地市场相关疫情已累计确诊超200例。

图1：全球累计确诊病例超870万，死亡病例逾46万



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：美国、巴西等24个国家确诊超5万，美国约230万



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

经济合作与发展组织（OECD）上周发布的报告认为此次全球经济遭受的创伤将是自二战以来最大的。与此同时，世界银行上周发布的《全球经济展望》报告认为，发达经济体今年将萎缩7%，新兴经济体将萎缩2.5%，全球经济将萎缩5.2%。另外，国际货币基金组织（IMF）4月也预估今年全球将有超过90%的国家陷入经济衰退，并预计将在下周进一步下调全球和各国经济增长的速率。此次疫情以及超预期时间的蔓延对全球经济造成重创，不同于2008年的全球金融危机，当时问题主要在于金融系统的流动性枯竭，而此次疫情同时重创了经济面的供给与需求，且程度前所未有，疫情不仅造成生产供应链的断裂，而且也造成全球需求大幅萎缩，并最终造成各国失业人口和失业率的飙升。3月以来，美联储率先开始大幅降息并实行量化宽松政策，之后其他国家央行纷纷跟从，但从实际效果看，政策仅一定程度上缓解实体经济的困境，却无法使其复苏，根本原因在于疫情下需求端的恢复不及预期，失业率仍处在高

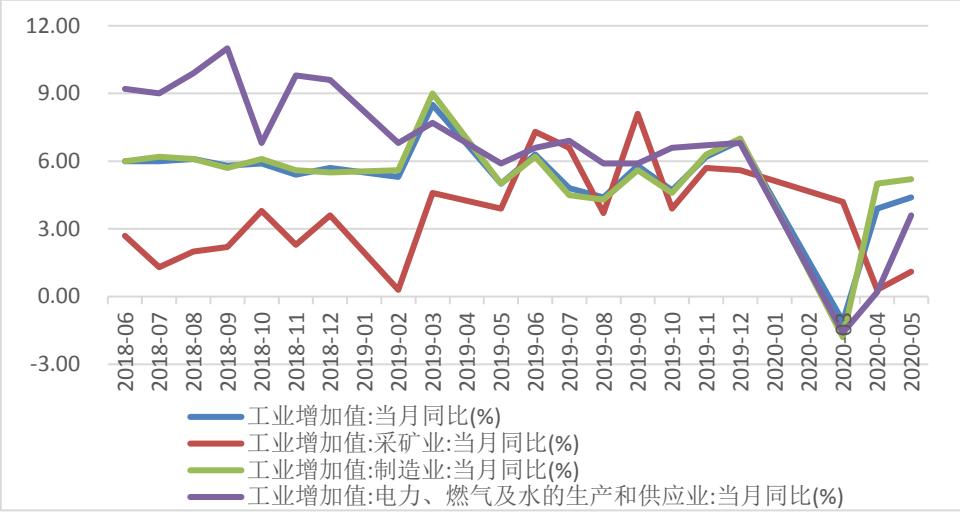
位，且消费和投资水平处于较低水平。本周中国国家统计局发布的 5 月宏观数据已经说明了这一点，尽管规模以上工业增加值同比增长 4.4%，但社会消费品零售总额、固定资产投资等需求指标同比大幅下滑，需求端的恢复远不及供给端。本周美联储也表示尽管最近的就业增加和消费者支出等经济数据令人鼓舞，但美国经济仍面临需要较长时间才能全面复苏的局面，经济的全面恢复取决于美国能否完全控制住疫情，而疫情持续蔓延和二次反弹将阻碍美国经济反弹，可能需要更多的财政和货币支持。目前看，超低利率和大规模的量化宽松政策反而造成了全球股市飙涨和背离经济基本面的状况。其他资产也出现泡沫，黄金价格已经从年初的每盎司不到 1600 美元涨至现在的 1740 美元上下，全球基准布伦特原油价格也从 4 月底以来的低点上涨了一倍多。

1.2 5 月主要经济指标继续改善，但低于市场预期，且需求的恢复不及供给

国家统计局 6 月 15 日发布的宏观经济数据显示，随着国内疫情进入下半段，在各种稳增长和稳就业政策之下，国内生产活动进一步恢复，5 月经济状况继续恢复，但受国外疫情持续蔓延和国内疫情局部反弹的不利影响，经济回暖速度低于市场预期。5 月工业增加值同比增长 4.4%，比上月回升 0.5 个百分点；5 月社会消费品零售总额同比下降 2.8%，比上月收窄 4.7 个百分点；1-5 月固定资产投资（不含农户）同比下降 6.3%，比 1-4 月收窄 4 个百分点；5 月全国城镇调查失业率 5.9%，仅较上月降低 0.1 个百分点。整体看，需求端同比下降，供给端同比保持增长，表明国内需求回升仍慢于供给，这也是 5 月价格出现通货紧缩的主要原因。统计局表示，尽管 5 月主要指标继续改善，但当月不少指标低于上年同期水平，表明疫情冲击损失尚需弥补，经济还未回归正常水平。境外疫情仍在蔓延，国际贸易严重萎缩，以及近期国内一些地区疫情形势有所恶化，对经济的影响尚有不确定性。

疫情后半段，国内工业生产继续回升，但仍未完全恢复到疫情前的状态。5 月全国规模以上工业增加值同比实际增长 4.4%，增速较上月上升 0.5 个百分点，不仅低于去年同期的 5%，而且低于去年 12 月疫情前的 6.9%。三大门类工业增加值的同比增速均实现不同程度的回升，其中采矿业增加值同比增长 1.1%，较上月提高 0.8 个百分点；制造业同比增长 5.2%，较上月小幅提高 0.2 个百分点，增幅出现放缓；电力、燃气及水的生产和供应业同比增长 3.6%，较上月大幅提高 3.4 个百分点，增幅明显加快。分行业看，41 个大类行业中有 30 个行业增加值保持同比增长，其中汽车制造业增加值同比增长 12.2%，较上月提高 6.4 个百分点；由于油价在 5 月期间连续上涨，与原油相关的行业工业增加值同比增幅均由负转正，石油和天然气开采业从 4 月的-6.2%提高至 5 月的 3.4%，石油、煤炭及其他燃料加工业从 4 月的-0.4%提高至 5 月的 7.8%。从细分产品看，612 种产品中有 344 种产品产量同比增长，比 4 月减少 23 种，其中钢材、水泥产量和发电量同比增速分别为 6.2%、8.6%和 4.3%，比上月分别提高 2.6 个、4.8 个和 4 个百分点；汽车产量同比增长 19%，增速较上月提高 13.9 个百分点。国家统计局表示，尽管当前工业生产总体恢复向好，但困难和不确定因素仍然较多。一是行业和产品回升力度有所减弱，41 个行业中有 25 个行业出现增速回落或降幅扩大，产品增长面较上月有所下滑；二是消费品行业出现下滑，增速由上月的增长 0.7%转为下降 0.6%；三是出口订单不足，工业出口交货值由增转降，同比下降 1.4%，部分出口占比较高的行业出口交货值下降 10%以上。

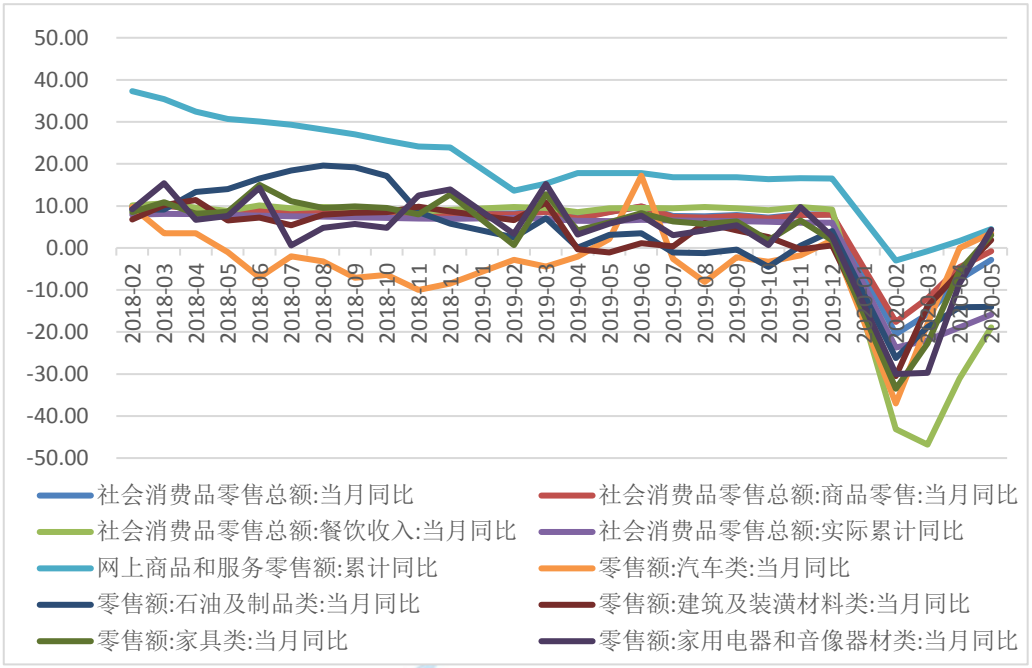
图 3：5 月工业增加值同比增速继续回升，电力、燃气及水的生产和供应业回升明显（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

受益于发放消费券、降低消费税、增加信贷力度等各项扩大内需政策的支持，国内消费继续改善。5月社会消费品零售总额同比下降2.8%，降幅较上月收窄4.7个百分点，降幅已连续三个月实现收窄。从消费类型看，随着疫情形势持续向好，居民外出购物和就餐活动明显增长，此前受疫情冲击较重的餐饮业的收入同比下降18.9%，降幅较上月大幅收窄12.2个百分点；商品零售同比下降0.8%，降幅收窄3.8个百分点。国家统计局指出，在疫情反复不确定性犹存、防控进入常态化的背景下，线上消费仍受消费者偏好。从零售渠道看，1-5月全国网上零售总额累计同比增长4.5%，增速较1-4月提高2.8个百分点，高于社会消费品零售总额5月同比增速5.6个百分点。从限额以上消费类商品看，5月住宿业企业客房收入降幅比4月收窄约10个百分点；在中央和地方出台的稳定和促进汽车消费政策带动下，汽车销售市场回暖，汽车类商品零售额同比增长3.5%，增速提升3.5个百分点，为2018年5月以来次高值，仅低于汽车排放标准切换实施前的2019年6月；通讯器材类商品零售额同比增长11.4%，增速回落0.8个百分点；受前一月国际油价下跌连续拖累，石油及制品类消费同比下降14%，增速略高于上月0.1个百分点；随着房地产市场回暖，居住类消费明显改善，建筑及其装潢材料类、家具类、家用电器和音像器材类消费均由负转正，同比增速分别为1.9%、3%和4.3%，较上月分别提高7.7个、8.4个、12.8个百分点。

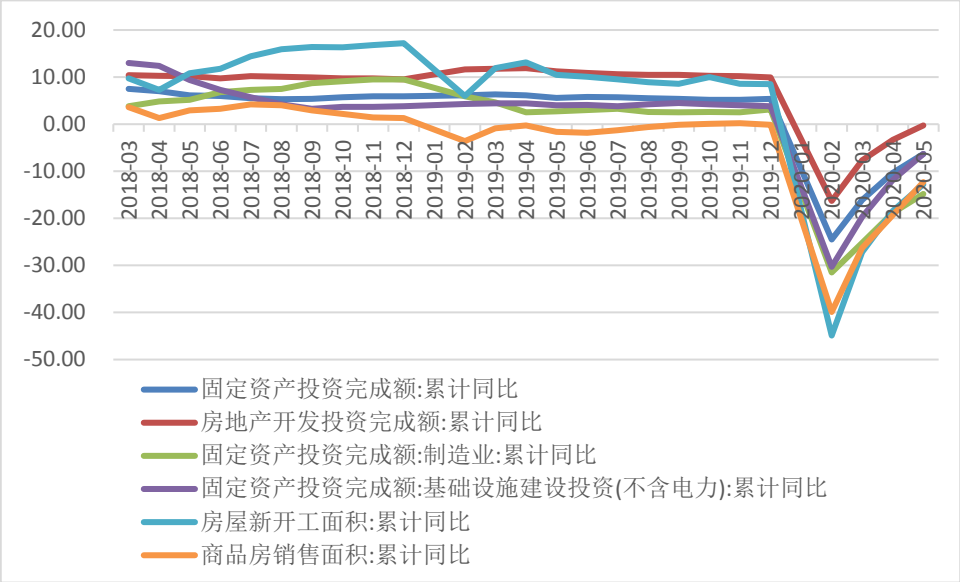
图 4：5月国内消费继续改善，餐饮业、汽车业和房地产相关行业同比增速回升明显（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

在国内疫情得到有效控制、经济社会秩序有序恢复，以及一系列稳投资政策的作用下，投资项目建设持续加快，投资同比降幅连续三个月收窄，但仍低于市场预期。1-5 月固定资产投资（不含农户）同比下降 6.3%，降幅较 1-4 月收窄 4 个百分点。三大投资中，1-5 月基建投资（不含电力）同比下降 6.3%，降幅较 1-4 月收窄 5.5 个百分点，收窄幅度最大，考虑到地方政府专项债发行提前并创历史规模，基建活动将逐步恢复正常，基建投资增速将继续改善；受需求不振和利润承压影响，制造业投资同比下降 14.8%，降幅收窄 4 个百分点，由于疫情反弹造成不确定性犹存，加上外需持续萎缩，投资意愿不足，预计未来制造业投资仍不乐观；房地产投资同比增速改善幅度虽小于基建和制造业，但增速明显好于总体；房地产开发投资同比下降 0.3%，降幅比 1-4 月收窄 3 个百分点。房地产投资先行指标多数回暖，1-5 月商品房新开工面积、商品房销售面积、商品房销售额、土地购置费、房地产开发企业到位资金虽然同比仍在下降，但降幅均在收窄。统计局表示，随着稳投资政策的显效发力，投资新开工项目继续呈现向好态势，1-5 月新开工项目计划总投资增长 7.9%，增速比 1-4 月加快 6.8 个百分点。从相关指标看，5 月工程机械产品产销两旺，挖掘、铲土运输机械和混凝土机械产量同比分别增长 62.1%和 42.2%，挖掘机销量同比增长 68%。这些均表明未来投资有望延续回升向好态势。

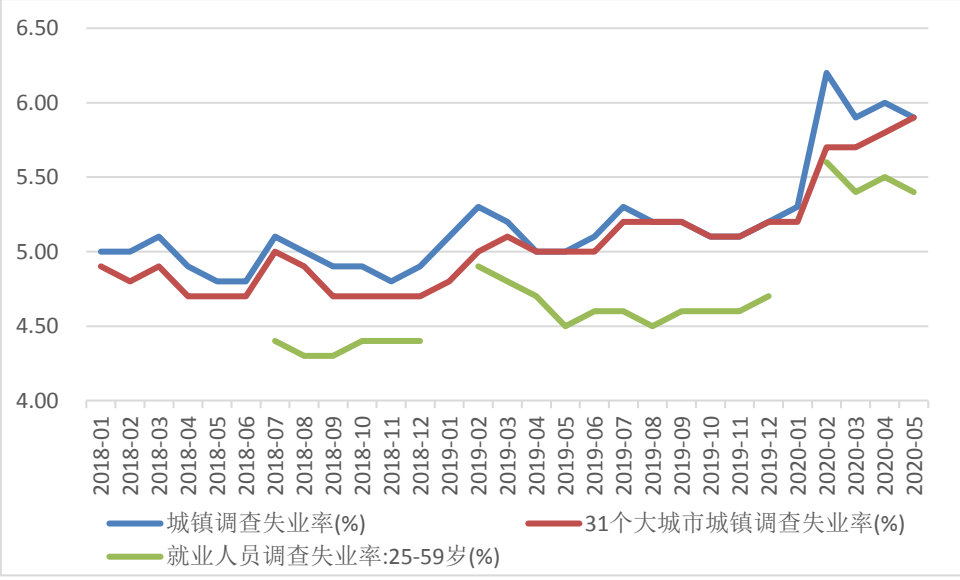
图 5：三大投资同比降幅均收窄，基建投资改善最明显（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

发布的 5 月失业数据表明，新冠疫情对就业市场的冲击仍存。5 月全国城镇调查失业率 5.9%，仅较上月降低 0.1 个百分点，同时仍高于 2019 年同期的 5%，其中 25-59 岁群体就业状况好于整体，调查失业率为 5.4%，下降 0.1 个百分点。大城市就业状况持续恶化，5 月 31 个大城市城镇调查失业率为 5.9%，较 4 月上升 0.1 个百分点，为 2013 年 6 月有数据以来新高。国内疫情局部复发冲击餐饮、旅游等部分行业，国外疫情持续蔓延导致外需不振，受此影响，未来就业形势仍不乐观，保就业排在政府“六保”的首要位置。而且今年高校毕业生数量创下历史新高，接近 900 万人，虽然近期政府出台了扩招、增加基层工作岗位等扩大就业措施，但目前看毕业生就业进度明显慢于以往。

图 6：5 月失业率 5.9%，下降 0.1 个百分点（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：央行本周净回笼1600亿元，资金面整体均衡，但是各期限资金加权价格整体呈现上涨态势。

1）央行的公开市场操作

本周，央行开展了3000亿元逆回购操作和2000亿元中期借贷便利（MLF）操作，以维护半年末流动性平稳，但本周仍实现净回笼1600亿元。事实上，6月以来，央行已持续三周实现净回笼，公开市场操作仍然较为谨慎。6月18日央行以利招标方式开展了1200亿元逆回购操作，包括500亿元7天期和700亿元14天期,7天期中标利率2.20%,14天期中标利率2.35%,上次7天和14天期逆回购中标利率分别为2.20%、2.55%。14天期下调20个BP。

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	-1200	-600	- 600	-800	-1000
7天	0	0	0	500	700
14天	0	0	0	700	1100
MLF（投放）365D	2000	0	0	0	0
MLF（回笼）366D	0	0	0	0	-2400
净投放	800	-600	-600	400	-1600

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

本周资金面整体均衡，各期限资金加权价格呈现不断上涨趋势，周一资金整体平衡宽松，下午边际收紧，尾盘恢复宽松，周二仍旧宽松，但是各期限资金加权价格呈现上涨趋势，隔夜加权价格回升30bp左右，回到1.8%附近，周三，资金面总体平衡，加权价格整体继续走高，隔夜继续回升超30bp来到2.1%。周四周五资金面总体平衡，加权价格依然维持高位，持续小幅上涨，隔夜加权维持2.18%附近。

表 2：本周货币市场利率（%）

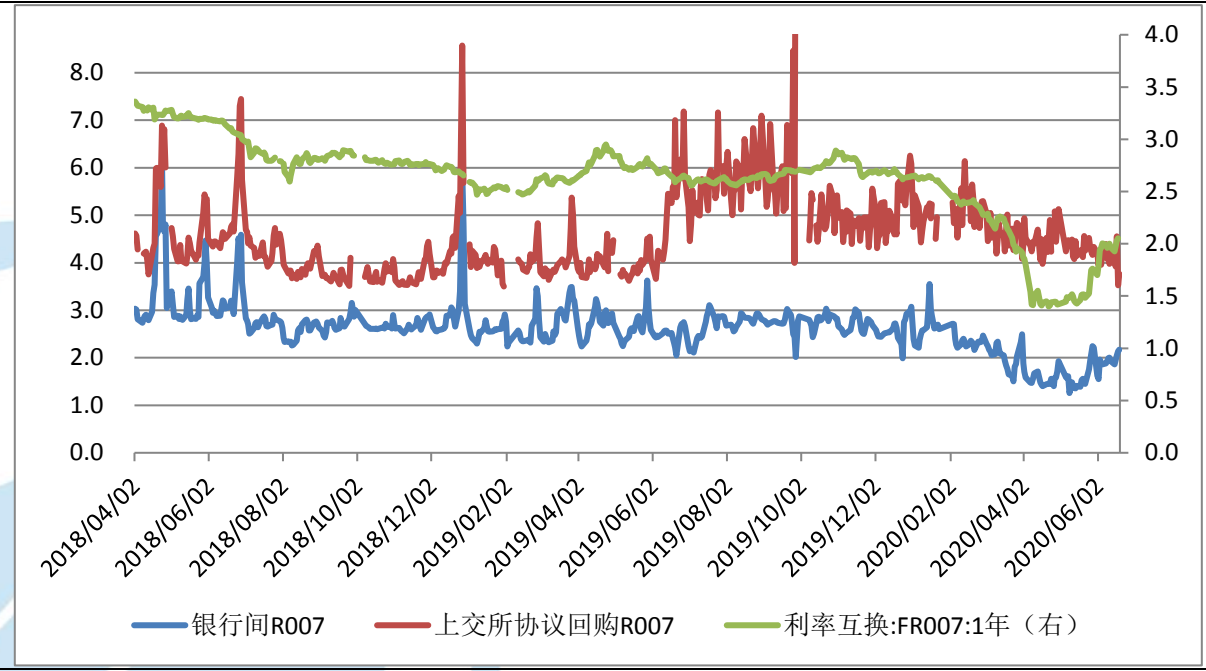
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	1.5213	1.8025	2.1088	2.1689	2.1818
	R007	1.8594	1.9447	2.0490	2.1389	2.1716
	R014	1.8981	2.0289	2.6447	2.7444	2.7686
	R021	2.1007	2.1378	2.3359	2.5298	2.6148
	R1M	2.5309	2.5620	2.5331	2.6645	2.5606
上交所协议回购	206001	4.9150	3.6510	3.1430	3.1510	3.1500
	206007	4.1560	3.9200	4.5550	3.5240	3.7650
	206014	3.9570	5.5650	5.0900	5.2310	5.1800
	206021	6.2720	4.9080	4.7620	4.5670	4.8350
	206030	4.8660	5.5740	5.4010	4.9390	5.5840
利率互换定盘：1Y	FR007	1.9271	1.9694	2.0322	2.0541	2.0542

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

根据本周后半周连续两天的公开市场操作，预计未来政策走向有三：第一、6 月 LPR 报价极大可能维持不变，这样判断原因主要系 LPR 报价与 MLF 水平挂钩，本月 15 日 MLF 续作利率与上次持平，根据历史规律 6 月下调 LPR 可能性不大。但近期部门银行主动下调大额存款利率，为 LPR 下调打开空间，所以未来 LPR 降价可能性仍存在。第二、近期降准依旧可期，关注对冲性货币政策出台。6 月 17 日国常会指出“通过降准、再贷款再贴现、引导市场利率下行等措施，人民币贷款同比多增，企业综合融资成本降低”，同时考虑到下周端午节到来，节假日期间资金需求较大。而不远的 7 月为缴税大月、同时也是债券供给压力最大的月份，综合来看，近期对冲性货币政策出台均有极大的必要性和可能性。第三、公开市场操作方面：预计短期为呵护资金面平稳，央行还有可能进一步补充流动性，随着月末临近操作将集中在 7 到 14 天的短期操作，呵护半年资金面同时保持精准调控的操作基调。

图 7：本周资金面整体均衡（%）



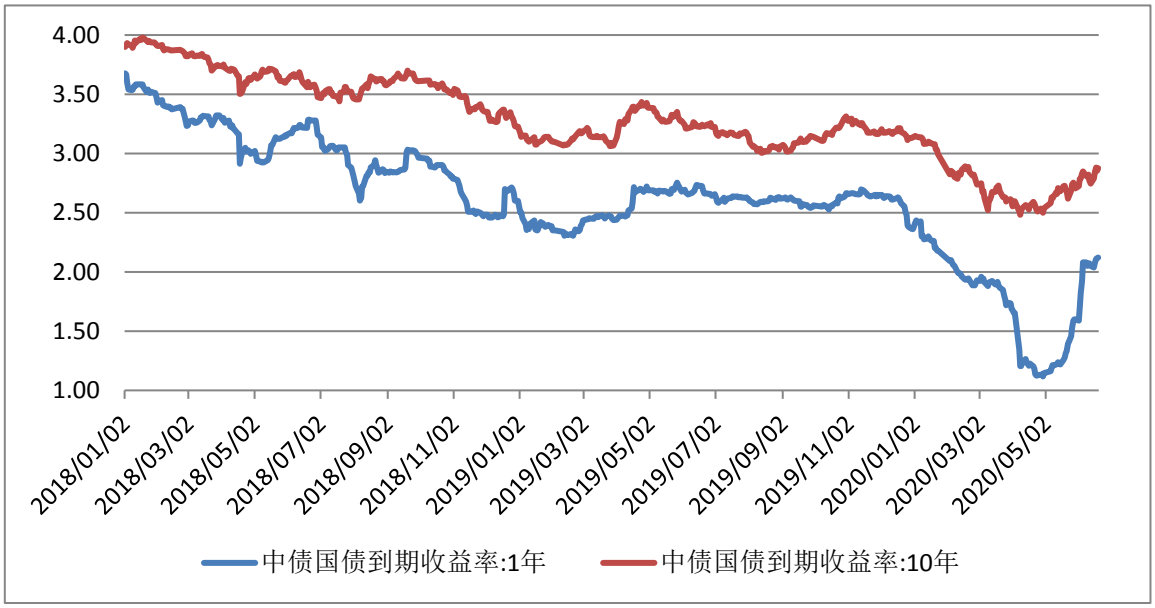
资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析：近期政策密集表态，多空信息交织，长债收益率震荡上行

1）利率债走势复盘

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 101.3700，较上周下降 0.51%。10 年期国债期货主力合约 T2006 价格 100.2200，较上周下降 0.43%。2 年期国债期货主力合约 TS2006 价格为 101.0400，较上周下跌 0.24%。

图 8：本周 1 年期国债收益率与 10 年期国债收益率均上涨（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

本周债市增量信息较多，多空信息交织，长债收益率继续震荡上行。周一，长债收益率走势一波三折，由于周末北京疫情意外升级，带动避险情绪升温，早盘长债收益率大幅低开，然而随后央行公开市场操作，MLF 缩量续作，仅投放 2000 亿规模，按照 6 月 8 日到期的 5000 亿来算，不但未对冲，还回笼了 3000 亿，且操作利率维持不变，市场期待落空，长债收益率快速上行，9 点半至 10 点陆续公布的宏观数据低于预期，收益率又掉头向，然而下午，资金面有所收敛，加之传言特别国债发行研讨会确定特别国债要市场化发行，收益率快速大幅上行，十年国债收益率由底部拉升近 10bp。收盘时，财政部正式公布了 6 月 18 日特别国债的发行计划：抗疫特别国债，5 年期 2000 亿，7 年期 1000 亿，10 年期 7000 亿，6 月 18 日开始发行，7 月底之前发完，当日 10 年国债活跃券 200006 上行 5bp 至 2.8050%，10 年国开活跃券 200205 上行 2.5bp 至 3.0875%；周二，早盘由于前一晚外围风险情绪提升，长债收益率小幅高开，但并未表现出恐慌，但是在央行暂停公开市场操作，净回笼 600 亿后，市场情绪变的更加谨慎，收益率进一步震荡上行；而随着资金面的逐渐边际收敛，谨慎情绪开始转向恐慌，收益率再度被推高，当日，当日 10 年国债活跃券 200006 上行 4.5bp 至 2.85%，10 年国开活跃券 200205 上行 5.75p 至 3.145%；周三，早盘由于中印边境事端带动长债收益率小幅低开，但是央行依旧未开展公开市场操作，资金净回笼 600 亿，资金面总体紧平衡，加权价格走高，隔夜继续回升超 30bp 至 2.1%，长债收益率震荡上行，当日 10 年国债活跃券 200006 上行 3bp 至 2.88%，10 年国开活跃券 200205 上行 1.5bp 至 3.16%；周四，前一日晚间总理主持国务院常务会议提出“进一步通过引导贷款利率和债券利率下行”、“综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕”，这使得周四早盘 10 年国债收益率大幅下行 4bp，随后，央行公开市场操作，开展了 1200 亿元逆回购操作，包括 500 亿元 7 天期和 700 亿元 14 天期，7 天期中标利率 2.20%，14 天期中标利率 2.35%。上次 7 天和 14 天期逆回购中标利率分别为 2.20%、2.55%，14 天期下调 20 个 BP，长债收益率跟随下行，然而，第十二届陆家嘴论坛上，刘鹤副总理书面致辞称“各类经济指标已经出现边际改善”，国债期货应声小幅下跌，随后，易纲行长发言中有句话是“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”，国债期货快速跳水翻绿，午盘时，特别国债的结果发行结果公布，但收益率远远低于市场预期，5 年期中标利率为 2.41%，边际 2.52%，市场预测均值 2.63%，7 年期中标利率为 2.71%，边际 2.82%，市场预测均值 2.88%，但是这一乐观的结果并未给债市带来太多的利好刺激，午后开盘期货仅小幅上涨，不过

情绪午后也基本被稳定住了，当日 10 年国债活跃券 200006 下行 2.5bp 至 2.855%，10 年国开活跃券 200205 下行 2bp 至 3.14%。周五，公开市场虽然净投放 800 亿，但 2400 亿的 MLF 却未续做，全口径净回笼 1600 亿，资金面先松后紧，长债收益率明显上行，临近 3 点时，外媒消息称“财政部表示，减少 6、7 月一般国债、地方债发行，为特别国债腾出空间。”受此消息刺激，国债期货快速拉升翻红，现券收益率也由高位有所回落，上行幅度收窄，收盘时较昨日小幅向上，当日当日 10 年国债活跃券 200006 上行 1bp 至 2.865%，10 年国开活跃券 200205 上行 1bp 至 3.15%。全周，10 年国债活跃券 200006 累计上行 10bp 至 2.855%，10 年国开活跃券 200205 累计上行 6.25bp 至 3.15%。

本周，10 年美国国债收益率报 0.7000%，较上周下跌 1BP，3 个月美国国债收益率报 0.1500%，较上周下降 1BP，1 年美国国债收益率报 0.1800%，较上周无变化。

图 9：10 年美国国债收益率与 3 个月美国国债收益率小幅下跌（%）



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

近期政策密集表态，6 月 17 日的国常会要求通过降贷款利率、债券利率等手段，让金融系统在今年向各类企业合理让利 1.5 万亿元。同时，综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕，加大力度解决融资难，缓解企业资金压力，全年人民币贷款新增和社会融资新增规模均超过上年。国常会释放了积极信号，要加大货币金融政策对实体经济的支持力度，营造宽松的货币环境，降低银行的负债成本，增强银行业务经营的可持续性和对实体的信贷支持。而次日陆家嘴论坛上易纲行长关于“关注政策后遗症，保持总量适度，并提前考虑相关工具的适时退出”的相关表述却又使得市场升起对货币政策转向的担忧。

决策层和央行都需要看经济的基本面趋势来作相机抉择的，在目前经济回暖的基础并不牢固的情况下，虽然当前货币政策边际收敛，但是不具备持续紧缩的条件。经过前期调整之后，短端利率以及利率曲线已经回到相对正常水平，因而流动性再度收紧必要性不大。长端利率继续上行的空间也有限，而且国常会提到“引导债券利率下行”这种表述过去未曾出现过，因此预计未来一段时间，长债收益率震荡回落的概率较大。

但基本面的改善和货币当局对宽松政策可能带来风险的担忧，都显示货币政策最宽松的时候已经过去，流动性难以回到 4 月和 5 月前半月最宽松时期，而是更可能维持目前相对适度的状况。R007 的利率中枢也会从此前的 1.5%左右上升至目前 2.0%左右水平并保持。

2.3 存单与信用债分析：资金面波动明显，各期限存单及信用债收益率上行为主

1）一级市场发行

本周同业存单发行量较上周有所上涨，本周存单发行量约 5,769.20 亿元，较上周发行量上涨 61.89%。本周存单到期量为 4,315.20 亿元，较上周到期量上涨 30.96%。

信用债方面，一级市场信用债发行量下降。本周非金融企业短融、中票、企业债和公司债合计发行约 2,949.70 亿元，较上周环比下降 8.92%。

2） 二级市场走势及信用利差

各期限存单收益率多数上涨，1M 存单收益率较上周上涨 7.30bp，3M 期存单收益率较上周下降 3.01bp，6M 期存单收益率较上周上涨 3.44bp，9M 期存单收益率较上周上涨 1.82bp。

信用债二级市场方面，信用债各等级及各期限收益率上涨为主，AAA 级 1 年期、AAA 级 3 年期、AAA 级 5 年期较上周分别上涨 1.94bp、上涨 3.97bp、上涨 6.34bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别上涨 1.94bp、上涨 4.97bp 、上涨 6.34bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别下跌 0.06bp、上涨 3.97bp、下降 3.45bp。

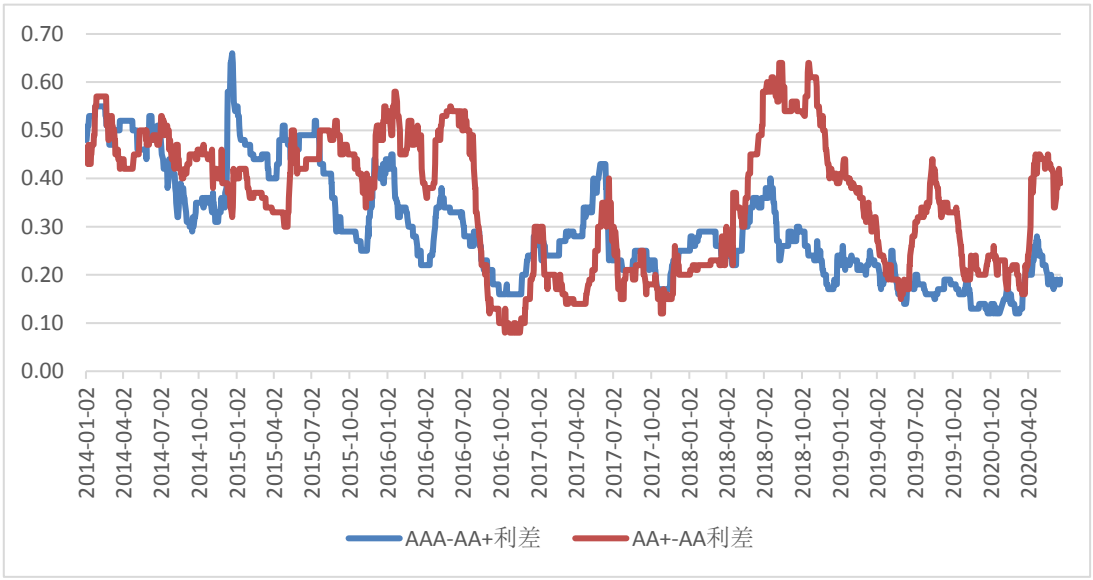
表 3：信用债各期限收益率水平（%）

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	2.596	3.60%	1.94
信用债(AAA):3 年	3.0803	10.90%	3.97
信用债(AAA):5 年	3.590	17.00%	6.34
信用债(AA+):1 年	2.766	3.90%	1.94
信用债(AA+):3 年	3.270	9.30%	4.97
信用债(AA+):5 年	3.890	15.50%	6.34
信用债(AA):1 年	3.096	7.60%	-0.06
信用债(AA):3 年	3.660	9.80%	3.97
信用债(AA):5 年	4.260	12.20%	-3.45

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 19bp，AA+和 AA 之间的利差较前周收窄 1bp 至 39bp。

图 10：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

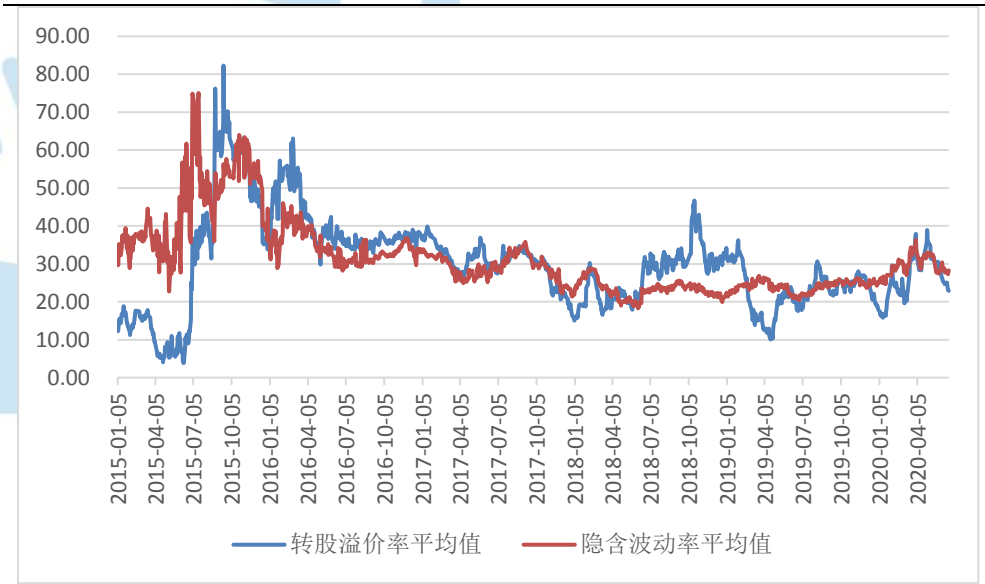
2.4 可转债分析：转转债市场随权益小幅上涨，偏股型转债相对占优

1）可转债的走势复盘

本周权益市场放量上涨，上证指数本周上涨 1.64%，深证成指本周上涨 3.70%，创业板指本周上涨 5.11%，中小板指本周上涨 4.14%，成长风格类板块表现好于价值风格类板块。可转债市场随权益市场小幅上涨，本周上证转债上涨 0.24%至 309.56，深证转债上涨 2.22%至 242.69，中证转债上涨 0.87%至 345.12，总体来看本周转债市场表现依旧弱于权益市场。其中，英科转债、溢利转债、中宠转债、春秋转债、高能转债（退市）等涨幅居前，富祥转债、万力转债、横河转债、尚荣转债、模塑转债等跌幅居前，表现相对占优的是偏股型转债。一级方面，本周有五只新债发行，分别是比音转债、泛微转债、正邦转债、晨光转债、润达转债，一级市场发行节奏明显提速。

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继续震荡下跌，转债市场整体估值水平持续回落。

图 11：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

整体而言，市场内在的交易结构、国内外基本面+流动性组合和全球地缘政治问题仍是不确定性，中短期以偏谨慎的心态应对市场整体的变化显然更为稳妥。预计权益市场短期依然以震荡为主，医药、科技、消费继续成为投资主线。5 月以来，转债估值从高位回落，波动率指标显示情绪较一季度高位同样有所回落。经历 5 月估值调整后，当前转债估值水平与历史中位数差异不大，转债性价比有所回升，可转债投资的择券空间扩大。近期医药行业多数个券量价齐升，但对于短期过热的个券应注意控制风险。本周涨幅较好的正股所属行业对转债带动效果较显著，虽然消费民生及医药生物行业整体较热，但随着疫情反复后续仍有一定空间，应着重考虑弹性较好、基本面较好的个券；对于新上市的优质个券应耐心持有；同时随着经济逐步修复，可适当关注周期类行业。预计近期转债市场整体难以出现普涨行情，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；（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；（5）受益于政策环境改善的券商。

三、主要资产价格分析

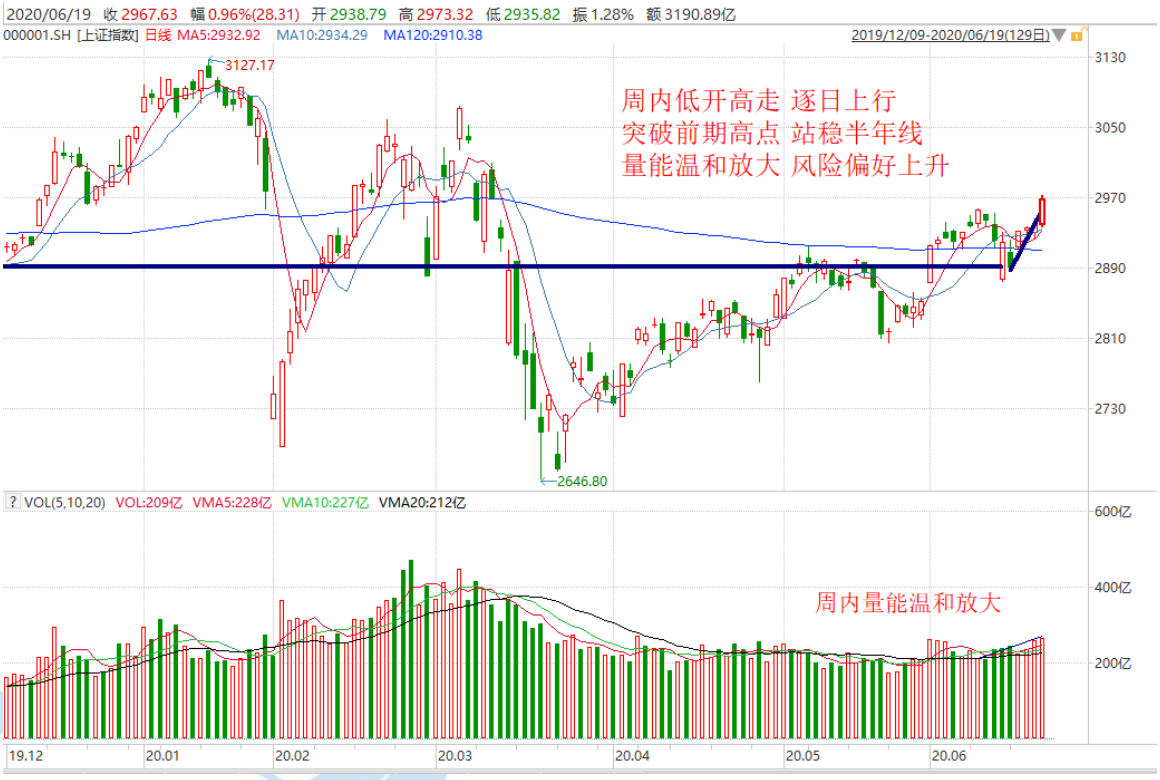
3.1 权益市场分析：短期仍以震荡为主，关注券商、可选消费和国产替代

1） 权益市场走势复盘

本周市场低开高走，股指逐日震荡上行。上证综指最终报收于 2963.63 点，全周上涨 1.64%；同期深圳成指和创业板指分别上涨 3.70%和 5.11%。整体量能温和放大，周内两市合计成交 3.75 万亿元，环比上周增加约一成。

盘面上，个股表现较好：尽管低估值权重板块，如金融地产受政策影响仍处于低位，延续震荡走势，但热点板块表现较好、持续性较强：如生物医药、智能音箱、地摊经济等主题。周内上证综指创出近期反弹新高，站稳半年线，中短期均线缓慢上行对股指形成支撑；创业板指则超过 3 月份高点。市场总体运行强势，风险偏好继续上升。

图 12：上证综指震荡上行 站稳半年线



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

本周美股集体上涨，道指本周周涨 1.04%，报 25871.4600 点。纳指报 9946.1200 点，本周周涨 3.73%，标普 500 指数报 3097.7400，本周周涨 1.86%。

周二（6 月 16 日），根据美国商务部周二发布的数据，5 月份零售额较前一个月猛增了 17.7%，是 1992 年开始有数据以来的最高增幅。市场欢声一片，美元大幅上扬，突破 97 关口，收于 97.003，在此带动下美股三大股指全线收涨。周三，美股震荡交投中走高，道琼斯工业指数和标普 500 指数在盘中转跌，并以下跌收盘，科技类股助推纳斯达克综合指数小幅收高。周四，投资者担忧第二波卫生事件爆发将会再次对经济造成冲击，加上就业数据表现不如预期，美股开盘全线下挫，道指盘中失守 26000 点，全日在低位震荡，尾盘小幅拉涨。周五美股涨跌不一，道指收跌纳指收涨。

美联储主席鲍威尔直言，美国经济复苏面临挑战。此外，随着美国各州重启经济，美国疫情大有卷土重来之势。本周因零售额数据超预期，带来了短期的上涨，但是从基本面来看，仍旧存在较大的不确定性。

图 13：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

2） 权益市场展望

陆股通北向资金持续流入和场内杠杆融资提升，为市场提供了不小动力。周内港股通北向资金净流入 A 股 203.69 亿元，6 月份流入 493.35 亿元，今年以来累计流入达到 1148 亿元。与此同时，场内两融资金 6 月以来也开始快速放大。截至 6 月 18 日，两融余额达到 11305 亿元，逼近 3 月份时高点，较 5 月底 10780 亿元大幅增加 525 亿元。

往后看，国内对外开放将持续扩大。刘鹤副总理在 18 日第十二届陆家嘴论坛上书面致辞表示，中国将坚定不移深化改革、扩大开放，加快出台和落实金融改革开放举措，保护在华外资企业合法权益；创造条件和氛围，排除干扰，共同落实中美第一阶段经贸协议。19 日我国外长杨洁篪与美国外长蓬佩在夏威夷奥希卡姆空军基地举行会谈，据媒体报道双方会谈长达 7 个小时，进行了长时间的沟通和交流。随着国内金融开放的持续推进，作为全球估值洼地的 A 股，海外资金将有望持续进入。

实体经济的支持政策不断落地。6 月 17 日，国务院常务会议要求采用降准、再贷款、引导市场利率下行等工具稳住基本盘，推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元，确保新增金融资金主要流向制造业、一般服务业尤其是中小微企业。此举有利于减轻中小企业疫情期间压力，保就业、保民生，稳定支撑资本市场的宏观经济环境。从让利方式看，预计降准政策将很快落地，同时央行还将通过再贷款等政策工具为银行提供低成本廉价资金，以方便银行对外提供贷款，并引导市场利率下行。利率下行将提升低估值公司对长期资金的吸引力。

资本市场改革政策也在快速推进。陆家嘴论坛上，易会满主席表示，中国资本市场的对外开放步伐，不仅没有因疫情而放缓，反而进一步加快；将继续鼓励和支持外资金融机构设立或者控股证券基金期货机构，为外资机构创造公平、良好的市场环境。银保监会主席郭树清表示，将推出多项举措支持资本市场发展，如增加机构投资者数量，加大权益类资管产品发行力度，支持理财子公司加大权益类理财产品发行比重。国内资本市场制度性革新还将快速推进，推动保险在内的长期资金加大力度进入 A 股，有望为市场带来长期乐观变化。

但同时，我们也应看到：两会以来货币政策的定力较强，宽松力度在边际减弱；大量实体企业经营环境依然严峻，经济内生增长动力仍较疲弱。海外方面，美股在上周快速调整后本周波动有所下降，但全球范围内的新冠疫情仍在蔓延，经济复苏面临诸多挑战，加大了未来一段时间的不确定性。

综上，我们认为 A 股短期仍以震荡为主。策略上，建议成长与价值并重。从风格上看，高成长结构性行情仍在延续。板块配置方面，建议关注券商板块，受益于经济复苏的可选消费，以及电子行业中对于应对美国制裁的国产替代相关投资机会。市场资金利率的持续下行将为低估值类公司提供长期动力，绩优低估值龙头品种值得坚守：重点关注银行、保险、家电及汽车等行业龙头公司。

3.2 黄金市场分析：疫情的二次爆发引发投资者避险情绪上升，导致金价上涨，但强劲的美元限制了金价的涨幅

周五，COMEX 黄金期货结算价上涨 21.9 美元，或涨幅 0.89%，收报于 1753 美元/盎司，全周累计上涨 0.9%；伦敦现货黄金价格上涨 15.25 美元，或涨幅 1.27%，收报于 1734.75 美元/盎司，全周仅累计小幅上涨 0.07%，基本与上周持平。

图 14：本周金价涨幅不大（美元/盎司）

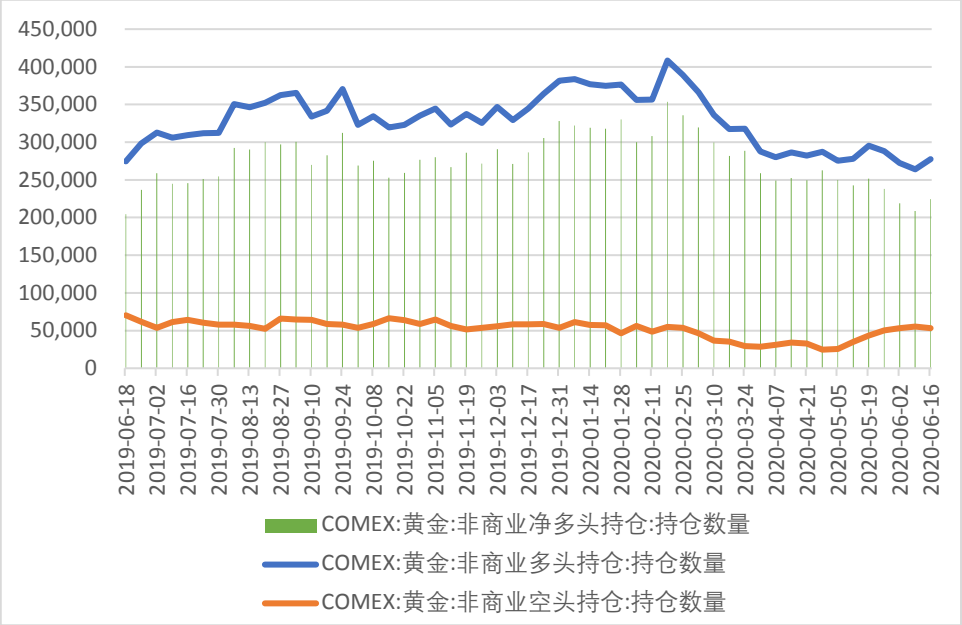


资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

本周五个交易日，金价涨跌不一。周一，尽管美元兑其他货币下降，但仍维持在一周高位，加上上周金价大涨，部分投资者获利了结，导致金价下跌，同时经过数周无新增病例后，中国北京近日新增本土病例数十例，美国也有越来越多州的新增病例数和住院人数创纪录，对疫情的担忧也限制了金价的降幅；周二，因连续出现新增病例，北京从当日起将疫情应急响应级别由三级调至二级，中高风险街乡、新发地市场相关人员禁止出京，所辖小区村进行全封闭管控，人们担心中国疫情再次爆发，这导致金价小幅走高；周三，金价几乎没有变动，伦敦现货金微涨 0.26%，但美国期金价格微跌 0.05%；周四，美国公布上周初请失业金人数连续第 11 周下降，失业数据挣扎在改善，显示经济形势似乎正在好转，同时有报导称北京已经控制住了新一轮疫情，金价出现小幅下跌；周五，世界各地出现的新增病例，包括美国南部和西南部的一些州新增病例数住院率持续上升，德国北部一家屠宰场大约 400 名工人确诊感染病毒，中国周五报告新增 32 例病例，这引发投资者对政府宣布新一轮停摆措施的担忧，从而提振了金价，

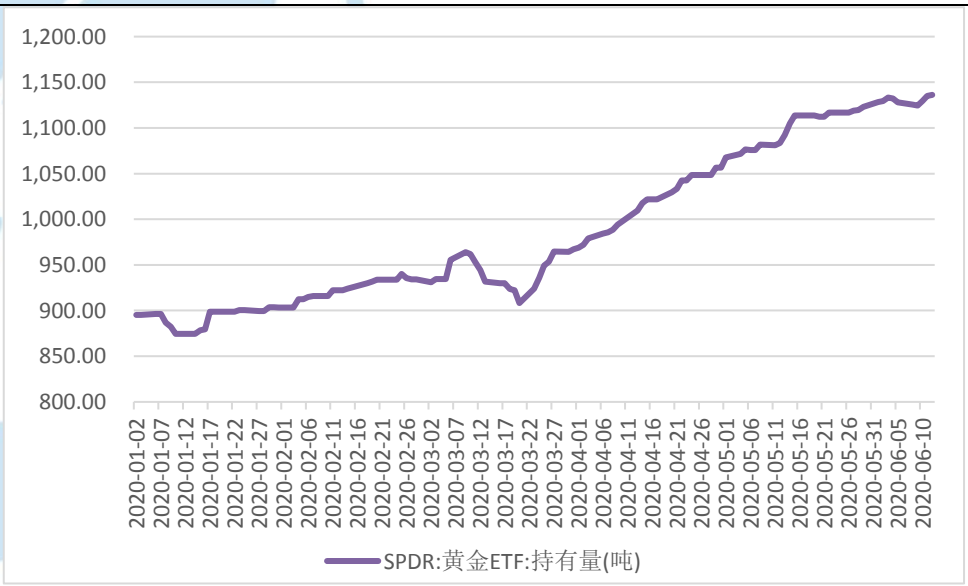
金价上涨逾 1%。从投机性多头持有黄金的数量看，COMEX 非商业黄金净多头持仓量在连续下降三周后开始上升，至 6 月 16 日当周为 224348 手，较前一周增加 15735 手，同比增长 7.5%；全球最大的黄金上市交易所交易基金（ETF）SPDR Gold 的持金量本周也增加 23.09 吨至 1159.31 吨，为逾七年最高，均反映出投资者对避险黄金需求的提升。

图 15：COMEX 黄金净多头开始反弹



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 16：SPDR 的持金量本周继续增加并创七年新高（吨）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

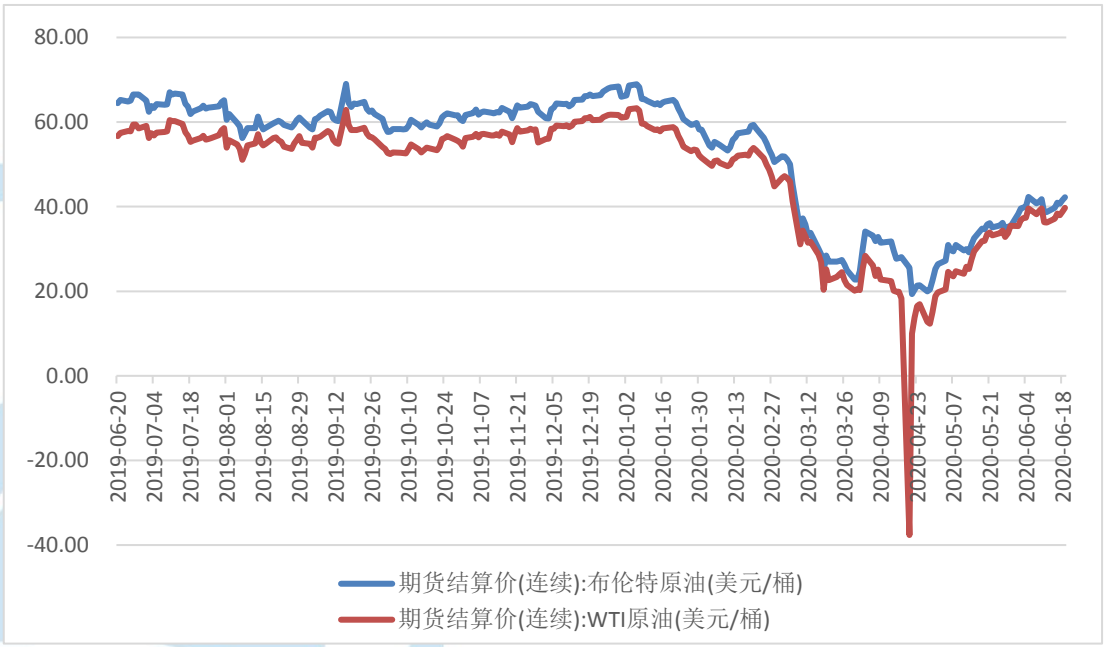
受疫情导致的经济放缓忧虑所引发的避险需求支撑，同时各国央行出台史无前例的财政和货币支持政策，不仅推低了国债收益率，也推高了黄金价格。今年以来，金价已上涨约 15%。3 月份因为疫情在中

国以外地区的欧洲和北美洲突然爆发，加上沙特和俄罗斯等 OPEC+之间爆发石油价格战，全球市场各种资产价格均出现暴跌，金价也未能幸免出现，从每盎司 1675 美元左右暴跌至 1500 美元以下。不过暴跌之后，金价呈持续缓慢上涨趋势，近期金价似乎已稳定在每盎司 1700-1750 美元之间。考虑到目前全球各国利率处在一个较低水平，以及疫情的不确定性较多，黄金基本面仍较为强劲。另外目前美元汇率处在一个较高水平上，而在疫情的后半段，美元贬值或将成为进一步推高金价的主要因素。

3.3 原油市场分析：受疫情解封带来的需求复苏以及 OPEC+减产协议执行较好的提振，油价暴涨

周五，国际基准布伦特原油（Brent）8 月期货合约结算价上涨 0.68 美元，或 1.64%，收报于每桶 42.19 美元，全周累计暴涨 8.93%；美国基准得克萨斯中质原油（WTI）8 月期货合约上涨 0.91 美元，或 2.34%，收报于每桶 39.75 美元，全周累计暴涨 9.62%。

图 17：油价本周继上周暴跌后又暴涨（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

周一和周二，国际能源署（IEA）在其月度报告中预测，2020 年石油需求将为 9170 万桶/日，比上月报告预测高出 50 万桶/日，且随着疫情解封，中国 5 月冶炼油产量较上年同期增长 8.2%，表明原油需求正在复苏，同时 OPEC+各主要产油国对已经达成的减产协议执行较好，IEA 表示 5 月石油供应量骤降近 1200 万桶/日，减产幅度达 940 万桶/日，相较协议目标值 970 万桶/日，这意味着 OPEC+ 5 月的减产协议执行率达到了 97%，这使得油价连续上涨，累计涨幅超过 5%；但周三，因中美等原油主要消费国不断出现新增病例，引发了投资者对原油需求的担忧，另外美国原油库存再度增加，美国能源信息署（EIA）公布的数据显示，截至 6 月 12 日的一周，美国原油库存连续第二周上升，增加 120 万桶至 5.393 亿桶的纪录新高，因此油价下跌约 1%；周四，OPEC+召开的联合部长级监督委员会（JMMC）会议敦促伊拉克和哈萨克斯坦等国家更好地遵守减产协议，投资者预期减产执行度将进一步提高，油价上涨超 2%；周五，有消息称伊拉克和哈萨克斯坦同意进一步减产以弥补 5 月未完全遵守减产，这支撑油价盘中稍早触及日高，不过在波士顿联邦储备银行总裁罗森格伦表示可能需要为美国经济提供更多财政和货币支持之后，投资者担心新冠疫情持续传播可能拖累美国经济反弹，油价从日高开始回落走低，另外布伦特原油近月合约

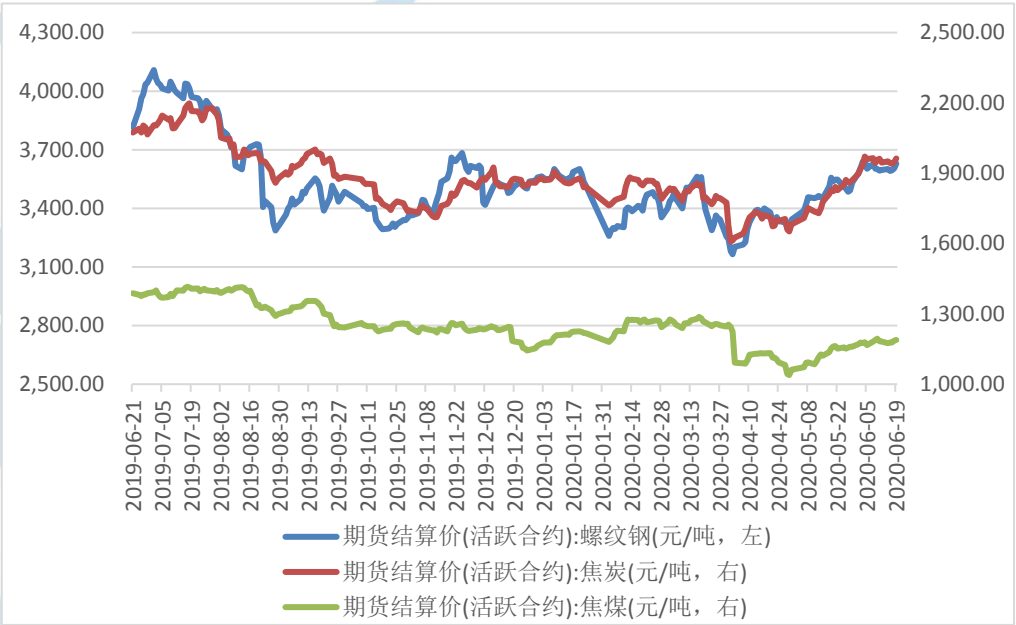
跨月价差周四进入逆价差状态，即期交割的合约价高于远期合约，为 3 月以来首次，这是市场复苏的又一个信号，也支撑了油价的上涨。

对于油价在短期内的走势，我们仍维持上周的判断，也就是说，尽管疫情解封带来的需求回升、OPEC+已达成的延长减产协议至 7 月改善了原油的供需基本面，可能对油价上涨提供一定的支撑，但是考虑到疫情在局部地区出现反复，全球经济复苏仍面临不确定性，以及近期油价上涨也有技术性或投机性的原因，因为投资者正在追逐股票、大宗商品、原油等各种风险资产，并导致这些资产在近两个月中均出现暴涨，加上 OPEC+减产协议能否获得同意继续延长仍存在未知数，因此原油进一步上涨的动力不足，预计将维持在每桶 40 美元上下。

3.4 黑色产业链分析：尽管下游需求偏弱，但受铁矿石等原材料价格高涨的支撑，黑色产品价格均上涨

受生产原材料价格上涨导致成本上升影响，本周黑色产品价格均实现上涨，其中螺纹钢期货主力合约结算价格累计上涨 32 元/吨，或累计涨幅 0.89%，收报于 3629 元/吨；焦炭价格上涨 17.5 元/吨，或跌幅 0.9%，收报于 1962.5 元/吨；焦煤价格上涨 6 元/吨，或涨幅 0.51%，收报于 1188 元/吨。

图 18：黑色产品价格均上涨（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

国家统计局本周发布的 5 月宏观数据表明，受疫情影响，国内需求端的恢复不及供给端，且低于市场预期，基础建设、制造业投资完成额尽管同比降幅收窄但均处于下降区间，加上近期南方暴雨天气较过去明显偏多，且已经持续一段时间，这对基建等下游行业需求的影响显而易见，导致螺纹钢的生产发生逆转。螺纹钢产量在连续增长后出现下降，而库存则由降转增。本周螺纹钢总产量结束了连续 3 个多月的上升，较上周减少 2.35 万吨至 396.21 万吨，同时总库存也结束了 3 个月的增加，较上周增加 13.57 万吨至 1056.16 万吨，其中社会库存减少 2.82 万吨至 755.52 万吨，厂库存增加 16.39 万吨至 300.64 万吨。两者合计可知，本周螺纹钢的表观消费量为 382.64 万吨，较上周大幅减少 30.94 万吨，以低于全年需求持平对应下的周度消费量均值 400 万吨。不过，螺纹钢的主要生产原材料铁矿石的价格从 3 月以来一路上涨，目前价格已连续三周维持在 100 美元/吨以上，成本上涨的支撑导致本周螺纹钢价格上涨。

焦炭焦煤方面，下游需求端钢厂的产量处在历史峰值水平，高炉开工率持续回升，焦炭库存持续下降，对焦炭的需求仍较强。另一方面，随着焦化企业新一轮提涨的落地，焦企在高利润刺激下开工仍维持高位，订单及出货情况较好。本周，焦企开工率已增加至 72.77，较上周上升 0.54 个百分点；焦炭库存继续下降 2.99 万吨至 38.63 万吨，仅略高于往年同期库存水平。由于焦炭是钢厂生产螺纹钢（铁水）的主要原材料之一，焦炭期货价格与螺纹钢价格关联性较强，故本周焦炭价格随螺纹钢价格一起上涨。受焦炭拉涨利好因素驱动，焦企对焦煤的需求有所提升，焦煤库存明显增加，焦煤供需局面有所好转，带动了本周焦煤价格的上涨。焦煤市场整体偏稳运行，尽管近期进口煤政策有边际收紧，且因国际地缘政治关系持续紧张导致未来不确定性增大，但两会后国内煤矿复产情况良好，焦煤供应较为充足，弥补了进口的下降。由于下游钢厂的产量和库存等重要指标已经发生一定的逆转，对焦炭焦煤的需求或将下降，目前不宜追涨。

3.5 人民币兑美元汇率分析：美零售数据亮眼，美元指数反弹，人民币弱势整理

本周，人民币兑美元汇率中间价报 7.0913，较上周下调 0.07%。即期汇率报 7.0780，较上周下调 0.05%。

6 月 19 日人民币对美元汇率中间价报 7.0913，较前周下调 0.07%，有向 7.10 挺进的迹象。年初至今来看，人民币兑美元中间价已经贬值约 2%。人民币本次下跌主要是由于近日来美元指数走势向上而导致的，根据美国商务部周二发布的数据，5 月份零售额较前一个月猛增了 17.7%，是 1992 年开始有数据以来的最高增幅，受此影响，美元指数大幅上扬，美市盘一举突破 97 关口，最高录得 97.265，日涨幅 0.35%，周五，美元指数报 97.6842，连涨四日，周涨 0.6%，因全球冠状病毒病例的增加，加上美国病例的持续上升，已经削弱了风险相关领域的乐观情绪，给美元带来了额外的支撑。

目前需要从四个维度来看人民币走势，首先是经济基本面。新冠肺炎疫情对中国、美国和欧洲经济冲击存在时间错位，其对国内经济冲击主要集中在第一季度，对欧洲和美国经济冲击或主要集中在第二季度。具体来看：中国方面，目前疫情防控形势持续向好，复工复产加快推进，在财政政策和货币政策双发力下，中国经济快速复苏将对人民币汇率形成支撑。 二是利差因素，为应对疫情对经济造成的负面冲击，中国、美国均运用了多种政策工具为金融机构、企业和居民纾困，但美国零利率加无上限量化宽松更为激进，导致中国和美国国债利差迅速扩大，进而大幅提升人民币资产对境外投资者的吸引力。三是贸易出口，第一季度疫情蔓延对我国进出口造成阶段性冲击，其中出口下降 13%、进口下降 3%，出口降幅大于进口降幅导致货物贸易顺差缩窄，虽然 3-5 月贸易顺差连续 3 月走阔，但是当前外需下行引发的出口订单萎缩暂未体现在出口数据上，预计从 6 月份数据开始逐渐反映；另一方面，美国政府未来一段时间有可能在贸易问题上再次施压中国，上述不利因素演化，或将推动人民币汇率双向震荡。四是美元指数，目前全球经济仍处于后金融危机时代的疲弱复苏期，货币超发和资产泡沫成为近年来经济增长的重要支撑，美元在国际货币体系中的超然地位或将支撑美元指数。

整体来看，经济基本面与利差因素给人民币汇率形成支撑，但是近期的中美贸易战与美元的强势地位仍旧会不断扰动汇率市场，预计人民币汇率近期仍将维持区间波动，波动范围在 7.04 至 7.12 之间。

图 19：人民币兑美元汇率中间价本周下调　　**图 20：美元指数走强**



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。
	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。