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：央行加强预期管理，债市情绪修复，美股再次震荡（2020.06.08-2020.06.12）

金融市场分析周报　　2020 年 6 月 12 日

## 摘要


- **新冠肺炎疫情：**截至 6 月 12 日，全球累计确诊病例超 770 万例，较上周大幅增加 88.2 万例，连续六周创下单周新高。美国确诊病例在本周超过 200 万例，从 3 月底确诊病例跃居全球首位后，美国一直是全球新冠疫情最为严重的国家。美国本周日均新增超 2 万例，说明美国疫情仍在蔓延而没有看到拐点，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。巴西、俄罗斯、印度的病例数已超过欧洲疫情最严重的几个主要国家，其中巴西每周新增病例已超过美国，成为全球病例数增长最快的国家。新冠疫情的不断演变一直扰动着全球资本市场。疫情 3 月在美国突然爆发后，美股仅在数个交易日内就出现 4 次熔断。在本周美联储对美国经济前景做出悲观评估后，同时人们对新冠疫情二次暴发产生新的担忧，投资者避险情绪提升，全球股市周四应声再次暴跌，三大股指跌幅均超 5%，使得持续已有三个月的涨势受到惊吓；

- **CPI、PPI：**尽管在复工复产推动下国内经济逐渐恢复，但市场需求依然不足，5 月两个关键价格指数双双回落。5 月 CPI 同比上涨 2.4%，涨幅较上月回落 0.9 个百分点，为 2019 年 3 月以来最低，也重回“2”字头时代；扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.1%，涨幅与上月相同。食品价格依然是带动 CPI 下降的主要因素，5 月同比上涨 10.6%，涨幅继续回落 4.2 个百分点，其中猪肉价格同比上涨 81.7%，涨幅回落 15.2 个百分点。环比看，5 月食品价格环比下降 3.5%，降幅扩大 0.5 个百分点，食品中环比降幅较多的为蔬菜和猪肉。PPI 同比下降 3.7%，降幅较上月扩大 0.6 个百分点，为 2016 年 4 月以来最低。其中生产资料价格同比下降 5.1%，降幅扩大 0.6 个百分点；生活资料价格同比上涨 0.5%，涨幅回落 0.4 个百分点。受疫情和价格战影响，今年以来国际原油价格暴跌，5 月石油相关行业产品价格同比大幅下降，但 5 月油价从 4 月触底后快速反弹，环比降幅有所收窄；

- **金融数据：**为消除疫情影响和推动经济复苏，新增信贷规模和社会融资规模继续保持较快增长，5 月新增人民币信贷规模 1.48 万亿元，同比增加 3000 亿元；新增社会融资规模 3.19 万亿元，同比增加 1.48 万亿元；货币供应量继续保持高速增长，M2 同比增长 11.1%，M1 同比增长 6.8%。从新增信贷结构看，中长期信贷仍然支撑新增贷款增长的主要因素，而近期车市和房市不同程度的回暖是中长期信贷增长背后的主要原因。从社融规模看，5 月新增社融规模创下历史新高，主要原因是新发行的创历史规模的各种政府债券，合计达 1.14 万亿元，远高于 4 月的 3357 亿元，占本月新增社融规模的约 36%。但政府债券的大规模发行，提高了债券收益率，对企业债券产生了明显的挤出效应，5 月新增企业债券融资规模仅 2971 亿元，远低于上月的 9015 亿元。考虑到国内经济复苏面临着国内外各种不利条件的掣肘，预计短期内货币政策仍将保持较宽松状态，新增信贷和社融规模有望保持在高位水平；


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

- **资金面及央行公开市场操作：**本周（6月8日-6月12日），央行累计进行逆回购操作4200亿，逆回购到期7200亿，本周央行净回笼3000亿元。本周资金面均衡偏宽松，资金价格呈现先升后降趋势，周一资金面整体宽松，但隔夜加权价格回升超30bp回到1.9%附近。周二，隔夜加权变化不大依然在1.9%附近，非银依然是出钱主力。周三资金面整体均衡，隔夜加权依然在1.9%附近，月内供给较多，跨月短缺，资金利率整体不同程度的上涨。周四，资金面仍然均衡偏宽松，隔夜加权下行近10bp至1.8%附近，周五，资金面持续均衡偏松态势，隔夜加权下行超20bp到1.56%附近，其他各期限资金加权利率下行为主。

- **利率债：**经过上一周的剧烈调整，本周债市情绪有多修复，各期限利率债收益率震荡下行，市场恐慌情绪有所缓和，全周，10年国债活跃券200006下行9.5bp至2.755%，10年国债活跃券200205下行7.75bp至3.0875%。短期来看，债市依然多空交织，近期债市利多为央行加强预期管理、疫情存在反复（美国部分复工洲病例反弹、北京连续多例本地新冠肺炎确诊病例）、油价再度下跌，但新增利空为监管出手明确压降结构性存款规模，监管政策可能进入高发期。短端利率高度依赖货币宽松预期，因此5月中旬以来短端利率出现较大反弹；而长端利率更加跟随基本面，因为前期较高的期限溢价已经部分定价了经济复苏和再通胀预期，因此长端利率的调整幅度不大，短期调整告一段落，进入震荡市。中期来看，经济处于修复通道，确定的“方向”但“斜率”未知。在“政策发力对冲”+“经济内生修复”的双重推动之下，内需的恢复依赖基建、地产的边际修复，但消费需求难快速恢复，外需仍旧是最大的不确定性因素，当前货币政策更加注重宽信用而非流动性投放，经济的环比修复速度可能一波三折，对利率并非趋势性利空，总体而言，预计下半年10年国债到期收益率在2.6%-3.0%区间宽幅震荡。

- **信用债：**本周，各期限存单收益率涨跌不一，1M存单收益率较上周上涨19.50bp，3M期存单收益率较上周上涨15.01bp，6M期存单收益率较上周上涨3.84bp，9M期存单收益率较上周下跌1.95bp。信用债二级市场方面，信用债各等级及各期限收益率涨跌不一，AAA级1年期、AAA级3年期、AAA级5年期较上周分别上涨4.31bp、下降9.29bp、下降7.94bp。AA+级1年期、AA+级3年期、AA+级5年期较上周分别上涨5.31bp、下降9.29bp 、下降8.94bp。 AA级1年期、AA级3年期、AA级5年期较上周分别上涨6.31bp、下降3.29bp、上涨1.05bp。

- **可转债：**本周权益市场宽基指数走势有所分化，周五受海外市场大跌影响低开高走，上证指数本周下跌0.38%，深证成指本周上涨0.64%，创业板指本周上涨1.86%，中小板指本周上涨0.98%，成长风格类板块表现好于价值风格类板块。可转债市场一改前期强势走势，呈持续下跌态势，本周上证转债下跌0.50%至308.81，深证转债下跌0.04%至237.43，中证转债下跌0.35%至342.13，总体来看本周转债市场依旧处于小幅震荡下跌区间，且表现弱于权益市场。一级方面，本周有六只新债发行，延续上周发行节奏。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，转债市场当前的估值已经回落到2019年12月也就是本轮行情启动前的估值水平，但仍旧高于2019年4月份的水平。

- **权益市场：**本周市场小幅冲高后震荡回落，其中周五受海外股市大跌影响大幅低开但随后收回，显现出A股韧性。上证综指最终报收于2919.74点，全周下跌0.38%；同期深圳成指和创业板指本周分别上涨0.64%和1.86%。两市成交环比上周萎缩近一成；生物医药、电子信息等新兴领域表现活跃，权重板块表现较弱。展望后市，国内经济的恢复态势、深化改革和整体宽松的流动性环境将持续为A股提供支撑，疫情反复和海外不确定性因素或引发短期波动，但难改市场震荡格局及结构性特征。市场短期或以震荡为主，板块配置方面建议关注影视传媒、券商、国产替代等相关投资机会。传统价值股与新兴高成长股间的估值分化已进入极值区间，绩优低估值公司值得中线坚守。

- **黄金：**受部分地区疫情可能出现的二次反弹给全球经济带来的不确定增加的影响，以及本周美联储承诺保持低利率并承诺想继续购买资产，暗示美国经济前景黯淡，投资者避险情绪上升，纷纷逃离风险资产，买入避险资产，导致本周金价出现大涨。周五，COMEX 黄金期货结算价下降 2.5 美元，或跌幅 0.14%，收报于 1737.3 美元/盎司，全周累计大涨 3.23%；伦敦现货黄金价格下跌 4.75 美元，或跌幅 0.27%，收报于 1733.5 美元/盎司，全周累计大涨 2.97%。受疫情影响，尤其是疫情在多个新兴经济体国家出现加速蔓延后，全球经济的复苏之路将充满各种不确定性和挑战，经济“V 型”反弹的可能性越来越小，一些主要国家正在酝酿新一轮经济复苏计划，且关键利率仍保持在历史较低水平，这都为未来金价进一步上涨提供支撑；

- **原油：**国际油价连续上涨的步伐在本周戛然而止。在周四美联储警告新冠疫情将对经济造成长期损害后，加上投资者担心美国部分地区解封导致疫情出现二次反弹，油价出现暴跌。周五，油价变动不大，布伦特原油期货合约结算价微涨 0.18 美元，或 0.47%，收报于每桶 38.73 美元，全周累计暴跌 8.44%；美国得克萨斯中质原油期货合约微跌 0.08 美元，或 0.22%，收报于每桶 36.26 美元，全周累计暴跌 8.32%。OPEC+同意将目前 970 万桶/日的减产计划继续延长到 7 月底，说明当前石油供应过剩问题仍没有解决，预计在继续延长减产以及全球经济逐渐恢复的支撑下，油价仍有一定的上涨空间，但减产协议的不稳定性和库存积压，以及随着解封可能带来得疫情二次反弹，需求复苏的轨迹尚不明确，油价短期内难有大幅上涨的空间，油价将维持在每桶 40 美元上下的水平；

- **黑色产业链：**受下游行业复苏带来的需求提振，以及在主要原材料铁矿石价格持续上涨带来的成本压力下，螺纹钢价格从 4 月初低点已上涨约 13.7%。不过，近期螺纹钢市场基本面有走弱迹象，同时受南方地区持续降雨影响，下游需求有所放缓，市场成交量处于较低水平，尽管螺纹钢产量继续小幅增加，但库存降幅已明显收窄，去库存速度有所放缓。下游钢厂高炉开工率和产量维持高位，对焦炭的采购积极性较高，导致焦企生产积极性较高，订单及出货情况较好。焦煤市场则偏稳运行，特别是两会过后，前期减产煤矿逐步复产，焦化厂补库开始增多，煤矿端库存压力减缓，对焦煤价格提供支撑。本周五，螺纹钢期货主力合约结算价格较上周微跌 6 元/吨，或跌幅 0.17%，至 3597 元/吨；焦炭价格下跌 14.5 元/吨，或跌幅 0.74%，至 1945 元/吨；焦煤价格上涨 15.5 元/吨，涨幅或 1.33%，至 1182 元/吨；

- **人民币汇率：**本周，人民币兑美元汇率中间价报 7.0865，较上周上调 0.14%。即期汇率报 7.0745，较上周上调 0.17%。周一，人民币兑美元即期收升逾 120 点，创逾一个月新高，中间价亦创逾两周新高，好于预期的美国非农就业数据继续提振风险偏好，但是美指维持弱势助升人民币多头。由于近期境内购汇力量较强，导致离岸略强于在岸汇价。美国 5 月非农就业岗位意外增加，4 月录得纪录降幅，这提供了迄今最明确的信号，即新冠疫情引发的低迷可能已经过去，但经济复苏可能是长路漫漫。周二至周四人民币兑美元都持续上调，但是周五，因美股遭遇褐色星期四，避险情绪涌入美元，导致美元指数有所上升，人民币兑美元转向，小幅下调，但整体较上周仍有所上涨。短期内，疫情与中美关系仍然是影响汇率的主要因素，从近期的汇率走势看，美元指数整体走弱的情况下，人民币贬值压力减少，从汇率角度而言，货币政策的空间有所增大，加上北京新发地疫情的发酵，对于我国货币政策进一步宽松有所加码，对于债券市场而言，市场普遍预期 6 月底紧张的资金面，可能会有所宽松，降准降息仍然存在可能。长期看，中国经济形势、政策环境的表现，将为后续人民币汇率走势提供支撑。人民币汇率将有望重新回到“7”附近展开双向波动。

目录

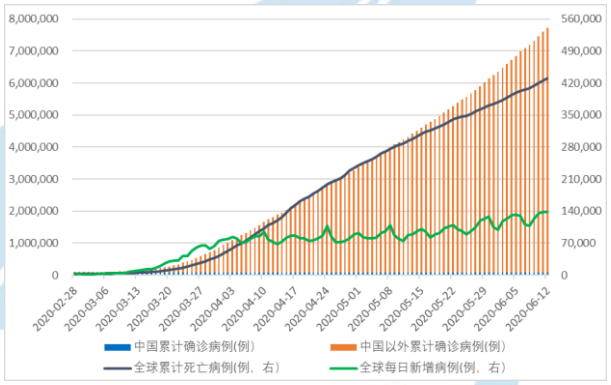
一、本周重点经济数据分析.....5
1.1 全球疫情形式.....5
1.2 5 月 CPI/PPI 数据.....6
1.3 5 月信贷社融数据.....8
二、固定收益市场分析.....11
2.1 资金面分析.....11
2.2 利率债走势分析.....12
2.3 存单与信用债分析.....14
2.4 可转债分析.....16
三、主要资产价格分析.....17
3.1 权益市场分析.....17
3.2 黄金市场分析.....20
3.3 原油市场分析.....21
3.4 黑色产业链分析.....23
3.5 人民币兑美元汇率分析.....24

## 一、 本周重点经济数据分析

### 1.1 新冠疫情继续在美国和新型经济体国家蔓延，疫情发展持续对资本市场造成扰动

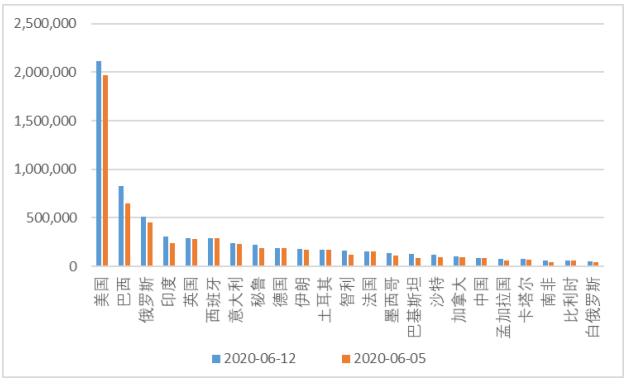
新冠疫情仍在中国以外地区蔓延传播，尤其在美国和一些新兴经济体国家，据 WIND 统计数据，截至 6 月 12 日，全球累计确诊病例达 773.2 万例，其中中国 8.3 万例、国外 764.8 万例，较上周大幅增加 88.2 万例，连续六周创下单周新高；累计死亡病例 43 万例，新增 3.2 万例。确诊超过 5 万例的国家有 23 个，与上周相比增加 2 个，为南非和白俄罗斯。美国确诊病例在本周超过 200 万例，达 211.7 万例，死亡 11.5 万例，从 3 月底美国确诊病例跃居全球首位后，在过去两个多月时间内，美国一直是全球新冠疫情最为严重的国家；本周新增 15.1 万例，日均新增仍超过 2 万例，说明美国疫情仍在蔓延而没有看到明显的拐点，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。一些新兴经济体国的疫情也在加速蔓延，巴西、俄罗斯、印度的病例数已超过欧洲疫情最严重的几个主要国家，分别位居第 2-4 名。位居第二的巴西目前确诊病例达 82.9 万例，已连续两周新增超过 18 万例，超过美国，是全球病例数增长最快的国家。印度本周新增 7.3 万例，俄罗斯新增 6.2 万例，智利新增 3.8 万例。中国北京因在周四和周五连续两天发现本地感染病例，也引起国际社会广泛关注。

**图 1：全球累计确诊病例超 770 万，死亡病例逾 43 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 23 个国家确诊超 5 万，美国约 212 万**




*资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部*

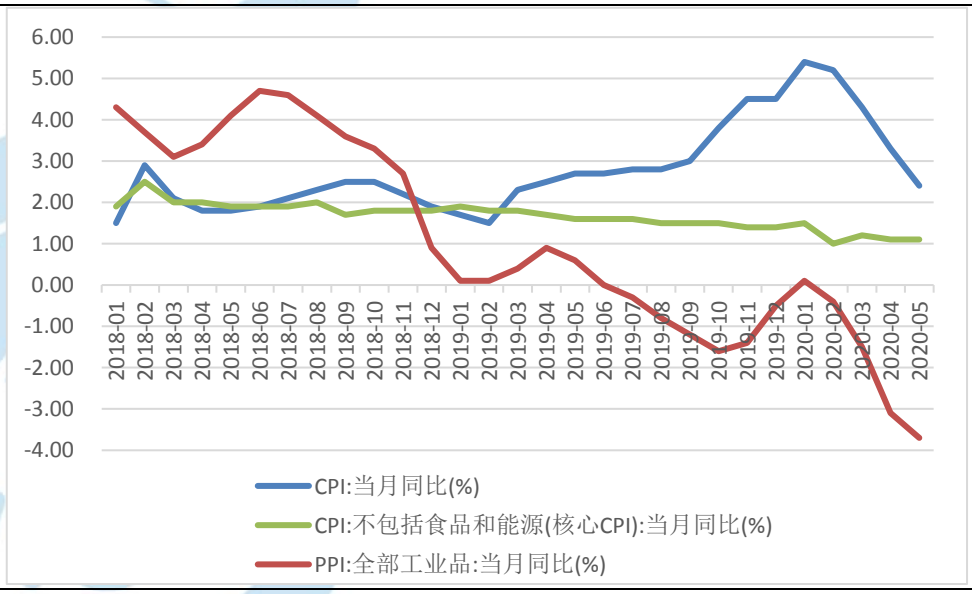
新冠疫情发展的不断变化一直扰动着全球资本市场。3 月以来，疫情危机下的美股经历了过山车式的震动。3 月 9 日，标普 500 指数跌破 7%，触发 20 年来的首次熔断；3 月 12 日，标普 500 指数第二次下跌触发熔断，美股创 1987 年“黑色星期一”以来最大跌幅；3 月 13 日，美国总统特朗普宣布美国进入国家紧急状态后，美股应声高涨，三大指数涨超 9%，但好景不长，标普 500 指数分别在 3 月 16 日和 3 月 18 日再次触发熔断。8 个交易日内 4 次熔断之后，当时，特朗普任内标普 500 和道琼斯工业平均指数的所有涨幅被完全抹去。由于美联储对美国经济前景做出悲观评估，同时人们对新冠疫情二次暴发产生新的担忧，全球股市本周四应声暴跌，使得持续已有三个月的涨势受到惊吓。美联储在周三的经济预测中表示，2020 年美国经济将萎缩 6.5%，年底失业率将达到 9.3%。尽管美联储预计经济增长将在 2021 年有所回升，但他们预计失业率仍将保持高位。这种对经济前景的悲观预测削弱了 5 月就业数字意外增长对经济快速复苏的乐观情绪，导致美国和欧洲股市遭市场投资者大幅抛售，创 3 月以来最大跌幅。标普 500

指数收盘下跌 5.9%，而侧重于科技股的纳斯达克综合指数收盘下跌 5.3%，从历史高位回落。欧洲泛欧基准 Stoxx 600 指数收盘下跌 4.1%，英国富时 100 指数收盘下跌 4%，德国 Xetra Dax 指数收盘下跌 4.5%。亚太股市也全线下跌，澳大利亚 S&P/ASX 200 指数下跌 3%，日本基准东证股价指数下跌 2.2%。随着投资者抛离风险资产并寻求避险资产，基准的 10 年期美国国债的收益率下降 0.073 个百分点至 0.6755%，10 年期德国国债的收益率下跌 0.08 个百分点至-0.41%。国际油价承受巨大压力，国际基准布伦特原油和美国 WTI 原油价格均暴跌超 8%。而作为避险资产的黄金的价格则累计上涨超过 2%。经济合作与发展组织（OECD）周三称，今年全球经济预计将萎缩 6%，如果全球新冠疫情二次复燃导致出现再次实施封锁隔离措施，将使本已面临严重萎缩的全球经济遭受更严重打击，萎缩程度可能是现在预测值的两倍。

### 1.2 受市场需求疲软影响，5 月 CPI 同比上涨 2.4%，PPI 同比下降 3.7%，均低于预期

国家统计局 6 月 10 日公布的全国价格数据显示，尽管在复工复产推动下国内经济逐渐恢复，但市场需求依然不足，5 月两个关键价格指数双双回落。5 月居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.4%，涨幅较上月 3.3%回落 0.9 个百分点，为连续第四个月下降，为 2019 年 3 月以来最低，也重回“2”字头时代；扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.1%，涨幅与上月相同。工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 3.7%，连续第四个月负增长，降幅较上月扩大 0.6 个百分点，为 2016 年 4 月以来最低。5 月 CPI、PPI 同比增速均低于市场预期。

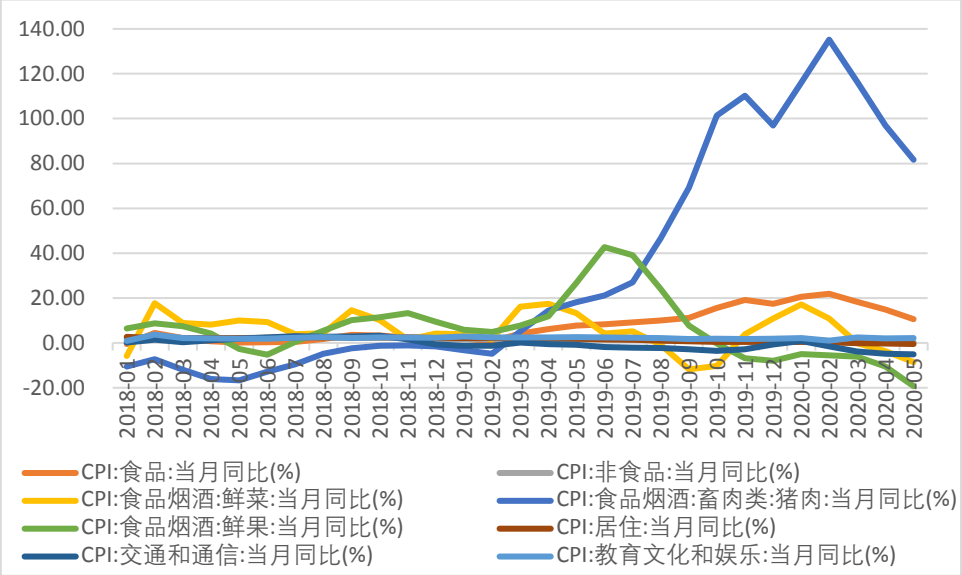
**图 3：5 月 CPI、PPI 同比增速继续回落（%）**




*资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部*

食品价格仍然是带动 CPI 下降的主要因素。此前一直推升 CPI 同比的食品价格 5 月上涨 10.6%，涨幅继续回落 4.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.15 个百分点，其中猪肉价格同比上涨 81.7%，涨幅回落 15.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.98 个百分点；鲜果、鲜菜价格同比分别下降 19.3%和 8.5%，合计影响 CPI 下降约 0.65 个百分点。非食品价格同比上涨 0.4%，涨幅与上月持平，影响 CPI 上涨约 0.29 个百分点，其中教育文化和娱乐价格涨幅提高 0.2 个百分点，医疗保健价格涨幅回落 0.1 个百分点，交通和通信价格、居住价格降幅扩大 0.2 个百分点。据统计局测算，在 5 月 2.4%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 3.2 个百分点，新涨价影响约为-0.8 个百分点。

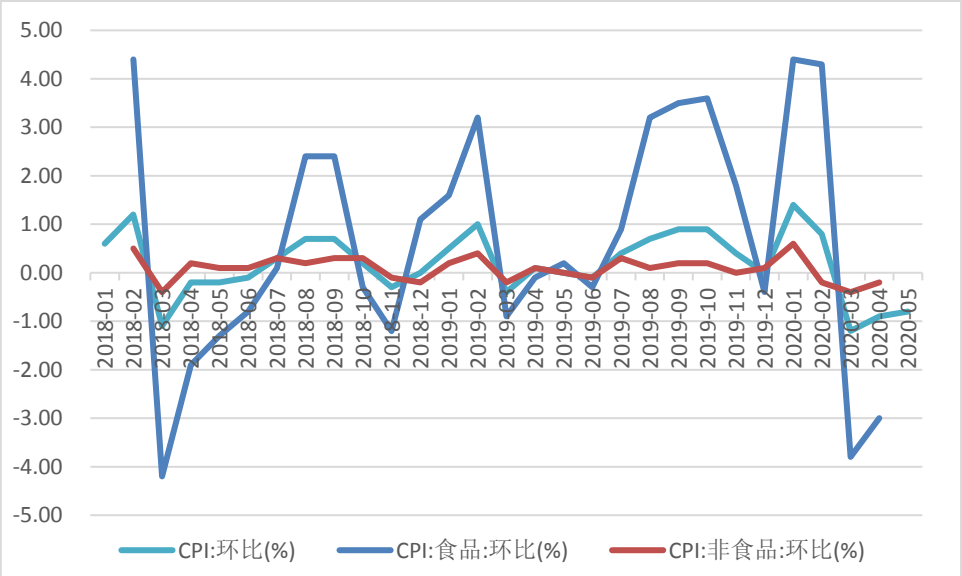
**图 4：食品价格尤其是猪肉价格涨幅回落仍是推动 CPI 变化的主要因素（%）**




*资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部*

从更能反映趋势变化的环比指标看，5 月 CPI 环比下降 0.8%，降幅较上月收窄 0.1 个百分点，其中食品价格环比下降 3.5%，降幅扩大 0.5 个百分点，影响 CPI 环比下降约 0.78 个百分点。由于蔬菜在 5 月大量上市，其价格环比下降 12.5%，降幅扩大 4.5 个百分点；随着生猪产能进一步提高，猪肉供给持续增加，猪肉价格环比下降 8.1%，降幅扩大 0.5 个百分点。5 月非食品价格由上月环比下降 0.2%转为持平。

**图 5：5 月 CPI 环比下降 0.8%，食品环比下降 3.5%，非食品持平（%）**

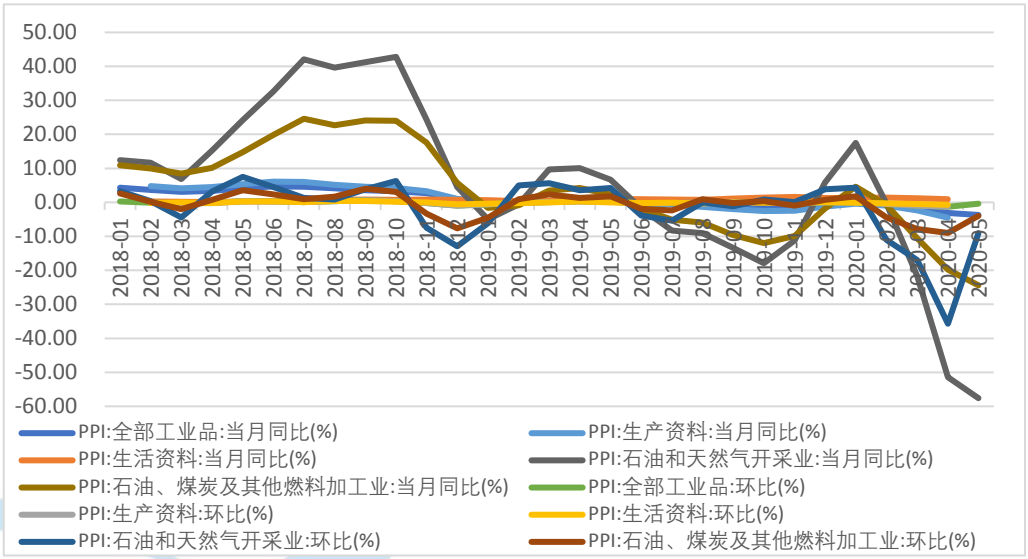



*资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部*

5 月 PPI 同比下降 3.7%，降幅扩大 0.6 个百分点，其中生产资料价格同比下降 5.1%，降幅扩大 0.6 个百分点；生活资料价格同比上涨 0.5%，涨幅回落 0.4 个百分点。据统计局测算，在 5 月 3.7%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.5 个百分点，新涨价影响约为-3.2 个百分点。受今年以来国际原油价格暴跌影响，5 月石油相关行业产品价格同比大幅下降，其中石油和天然气开采业价格同比下降 57.6%；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 24.4%。环比看，5 月 PPI 环比下降 0.4%，降幅收窄 0.9

个百分点。由于 5 月原油价格从 4 月触底后持续回升，石油和天然气开采业价格环比降幅收窄 26.6 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格降幅收窄 5 个百分点。

**图 6：5 月 PPI 同比下降 3.7%，环比下降 0.4%，石油相关行业环比降幅收窄（%）**

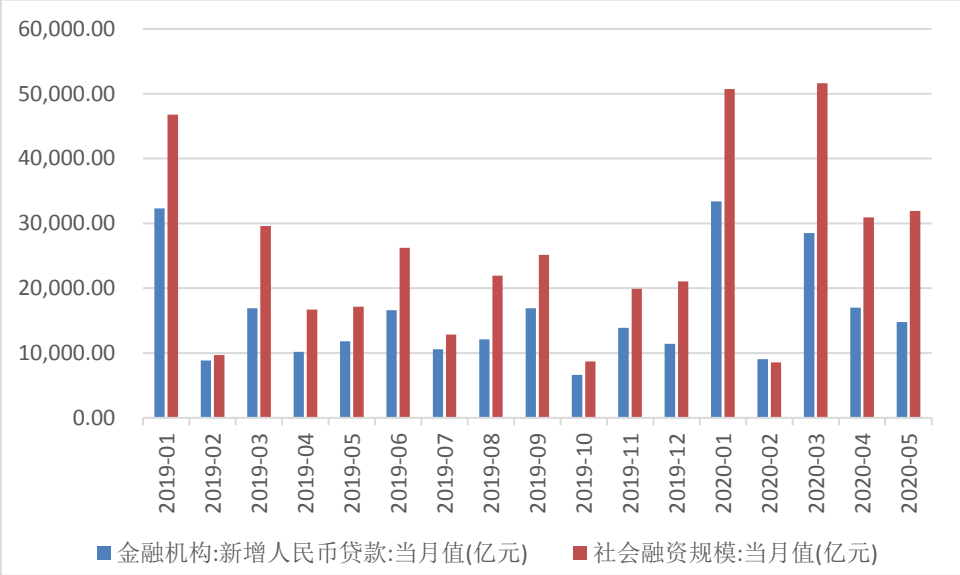



*资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部*

## 1.3 为推动经济持续复苏，在中长期贷款和大量发行政府债券的支撑下，5 月新增信贷和社会融资规模仍保持快速增长

中国央行 6 月 10 日发布的 5 月金融数据显示，为消除疫情带来的不利影响并进一步推动经济复苏，一方面政策继续保持宽松状况（宽信用），另一方面政府集中发行专项债达 1 万亿以上，导致新增信贷规模和社会融资规模继续保持较快增长。5 月新增人民币信贷规模 1.48 万亿元，同比增加 3000 亿元；新增社会融资规模 3.19 万亿元，同比增加 1.48 万亿元；社会融资存量总规模 268.39 万亿元，同比增长 12.53%。5 月社融数据继续超出市场预期。5 月货币供应量继续处于高速增长，广义货币供应量（M2）同比增长 11.1%，增速与上月持平；狭义货币供应量（M1）同比增长 6.8%，增速较上月提高 1.3 个百分点。

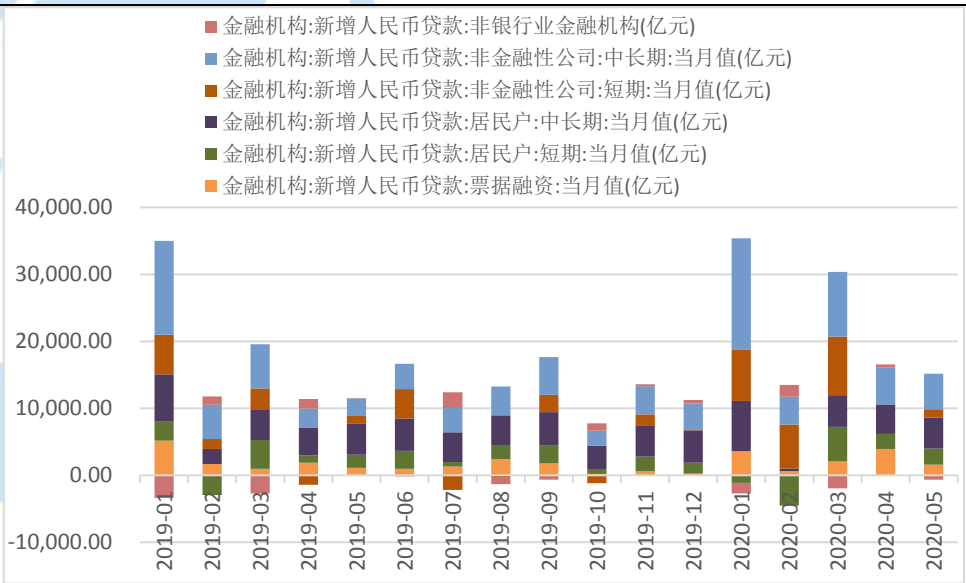
**图 7：5 月新增信贷和社会融资规模同比继续保持较快增长（亿元）**




*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，5 月新增短期贷款 3592 亿元，新增中长期贷款 9967 亿元，新增票据融资 1586 亿元，说明中长期信贷仍保持较快增长，与去年同期相比增加 2766 亿元，与上月基本持平，仍然是 5 月新增贷款的主要组成部分，车市和房市不同程度的回暖拉升了长期信贷规模。另外，在上个月与疫情相关的短期贷款大幅减少后，由于经济状况逐渐回暖，5 月消费贷等其他短期贷款开始出现反弹，较上月大幅增加 1374 亿元。从新增信贷部门看，住户部门贷款增加 7043 亿元，同比增加 418 亿元，其中短期贷款增加 2381 亿元，中长期贷款增加 4662 亿元；企事业贷款增加 8459 亿元，同比增加 3235 亿元，其中短期贷款增加 1211 亿元，中长期贷款增加 5305 亿元，票据融资增加 1586 亿元；非银行业金融机构贷款减少 660 亿元。预计 6 月为配合地方基建顺利开展和推动经济继续复苏，在宽信用环境之下，金融机构将继续保持信贷投放力度。

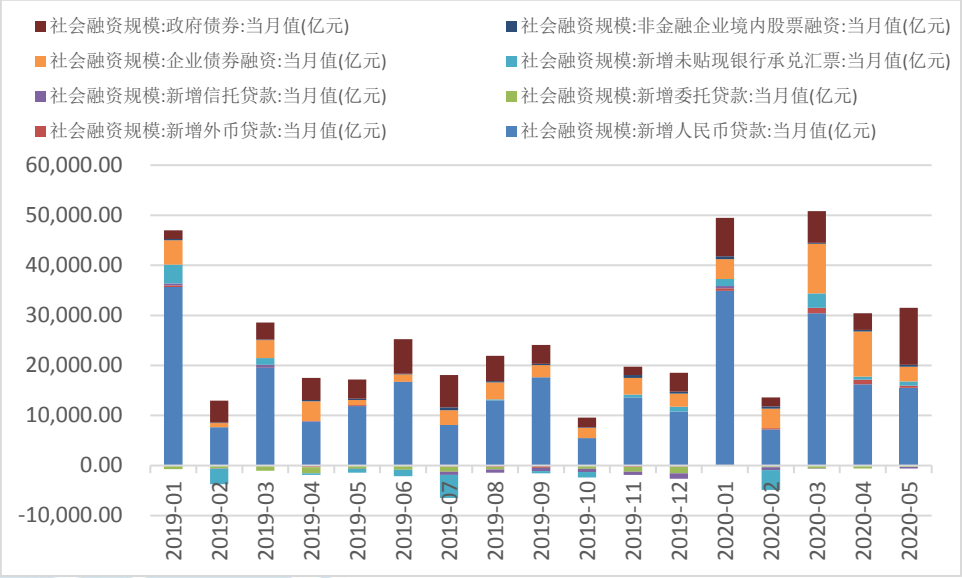
**图 8：中长期信贷仍然是拉动 5 月新增信贷快速增长的主要因素（亿元）**




*资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部*

从社会融资规模看，5 月新增社会融资规模 3.19 万亿元，为同月份的史上最高，大规模发行的政府债券是新增社融创下历史之最的最主要原因。5 月新发行的各种政府债券包括国债、地方政府一般债券和专项债券等共计 1.14 万亿元，远高于 4 月的 3357 亿元，占本月新增社融规模 3.19 万亿元的 35.74%。不过政府债券的大量发行，以及流动性紧缩导致的国债收益率上行，对企业债券的发行产生了明显的挤出效应，5 月新增企业债券融资规模仅 2971 亿元，远低于上月的 9015 亿元。其他新增社融结构中，新增人民币贷款 1.55 万亿元；新增外币贷款 457 亿元；新增非标融资 266 亿元，其中委托贷款继续减少 273 亿元，信托贷款由增加转为减少 337 亿元，未贴现银行承兑汇票增加 836 亿元；境内股票融资 353 亿元。

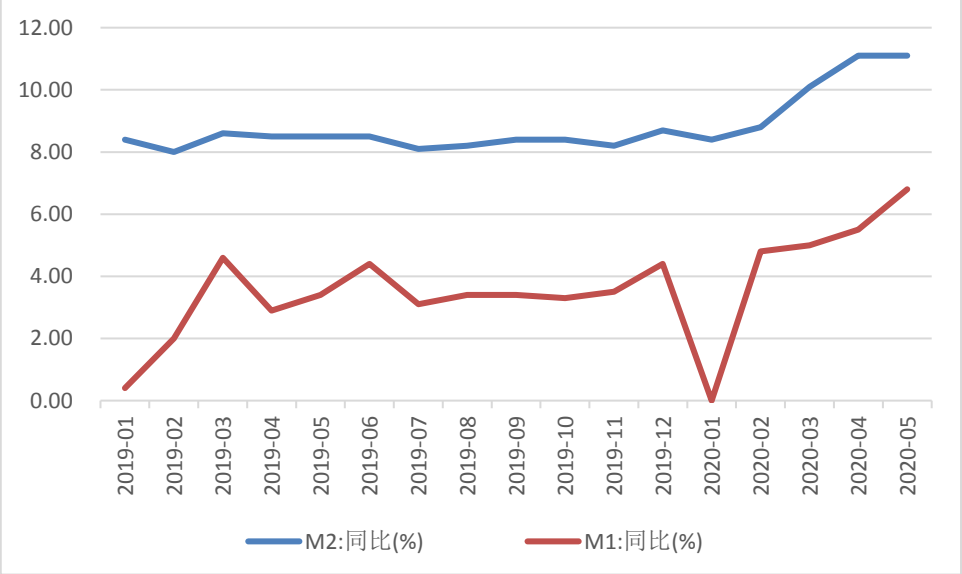
**图 9：政府债券大规模发行使得 5 月社融规模创下历史最值（亿元）**




*资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部*

货币供应方面，5 月信贷投放增速或将对 M2 增速具有一定的拉升作用，M2 余额 210.02 万亿元，同比增长 11.1%，增速与上月持平；M1 余额 58.11 万亿元，同比增长 6.8%，增速较上月增加 1.3 个百分点，表明政策整体仍宽松，流动性充裕的条件仍存在。

**图 10：5 月货币供应持续宽松，M2 同比增长 11.1%，M1 同比增长 6.8%（%）**



*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 3000 亿元，资金面均衡偏宽松

**1）央行的公开市场操作**

本周（6 月 8 日-6 月 12 日），央行累计进行逆回购操作 4200 亿，逆回购到期 7200 亿，本周央行净回笼 3000 亿元。下周（6 月 13 日-6 月 21 日）央行公开市场共有 6600 亿元到期资金，其中 6 月 15 日、16 日、17 日、18 日、19 日各有 1200 亿元、600 亿元、600 亿元、800 亿元、1000 亿元逆回购到期，6 月 19 日另有 2400 亿元 MLF 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 | 5000 | 0 | 0 | 700 | 1500 |
| 7 天 | 1200 | 600 | 600 | 800 | 1000 |
| 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 |
| 净投放 | -3800 | 600 | 600 | 100 | -500 |

*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**

本周资金面均衡偏宽松，资金价格呈现先升后降趋势，周一资金面整体宽松，但隔夜加权价格回升超 30bp 回到 1.9%附近。周二，隔夜加权变化不大依然在 1.9%附近，非银依然是出钱主力。周三资金面整体均衡，隔夜加权依然在 1.9%附近，月内供给较多，跨月短缺，资金利率整体不同程度的上涨。周四，资金面仍然均衡偏宽松，隔夜加权下行近 10bp 至 1.8%附近，周五，资金面持续均衡偏松态势，隔夜加权下行超 20bp 到 1.56%附近，其他各期限资金加权利率下行为主。

**表 2：本周货币市场利率（%）**

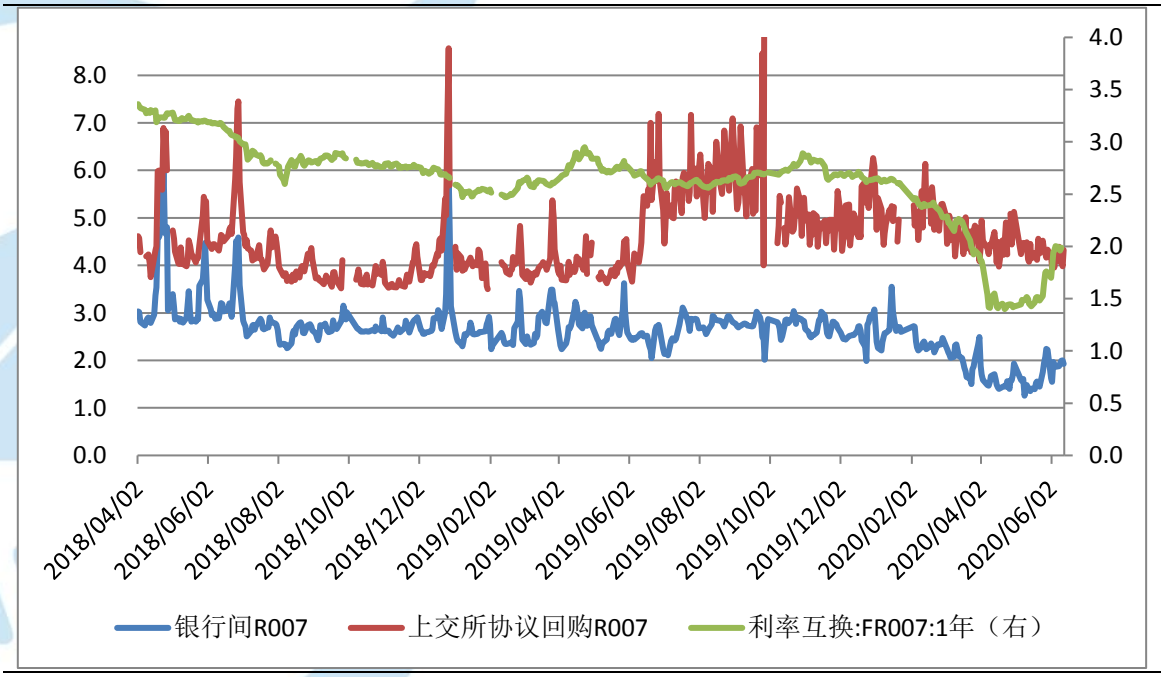
| 市场 | 代码 | 周一（%） | 周二（%） | 周三（%） | 周四（%） | 周五（%） |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 银行间回购 | R001 | 1.9269 | 1.8830 | 1.8873 | 1.7955 | 1.5598 |
| | R007 | 1.8800 | 1.9324 | 1.9938 | 2.0001 | 1.9265 |
| | R014 | 1.9101 | 2.0291 | 2.0655 | 2.0719 | 2.0075 |
| | R021 | 1.9916 | 2.0704 | 2.1967 | 2.1114 | 2.0958 |
| | R1M | 2.2842 | 2.3151 | 2.3991 | 2.4935 | 2.4683 |
| 上交所协议回购 | 206001 | 4.3100 | 4.1240 | 4.2130 | 4.7400 | 4.8000 |
| | 206007 | 4.3940 | 4.0780 | 4.0820 | 3.9790 | 4.3230 |
| | 206014 | 5.3470 | 5.1210 | 4.7760 | 5.1810 | 3.8160 |
| | 206021 | 5.7100 | 5.7130 | 5.4720 | 5.2660 | 5.3760 |
| | 206030 | 5.2970 | 5.4900 | 5.1220 | 5.3730 | 5.5730 |
| 利率互换定盘：1Y | FR007 | 1.9907 | 1.9613 | 1.9878 | 1.9878 | 1.9800 |

*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**

MLF 月中续做，将缓解流动性压力。6 月 8 日（本周一）有 5000 亿元 MLF 到期，央行未对 5000 亿元到期 MLF 进行续作，但预告将于 6 月 15 日左右对本月到期的中期借贷便利（MLF）一次性续做，具体操作金额将根据市场需求等情况确定。本次 MLF 延期续做原因分析如下：第一，今年以来央行一般在月中进行 MLF 操作，此次恰逢年中，将有大规模的 MLF 到期及政府债券的发行，因此续做有助于缓解资金面压力，呵护流动性。第二，MLF 的延期续做可为本月 20 日 LPR 的报价确定锚定值，下阶段大规模的债券发行，市场资金供求将受到影响，因此除了 MLF 操作外，降准降息未来也存在一定可能。货币宽松基调不改，未来仍有降息空间。《政府工作报告》提出，应加大宏观政策实施力度，着力稳企业保就业。“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”，“创新直达实体经济的货币政策工具”，“强化对稳企业的金融支持”，新创设了两个货币政策工具，一个是普惠小微企业贷款延期支持工具，另一个是普惠小微企业信用贷款支持计划，持续推动中小微企业获得贷款的便利。同时，积极的财政政策需要货币政策配合，因此预计未来央行将继续采取公开市场操作来维持流动性和市场利率稳定。

**图 11：本周资金面均衡偏宽松（%）**



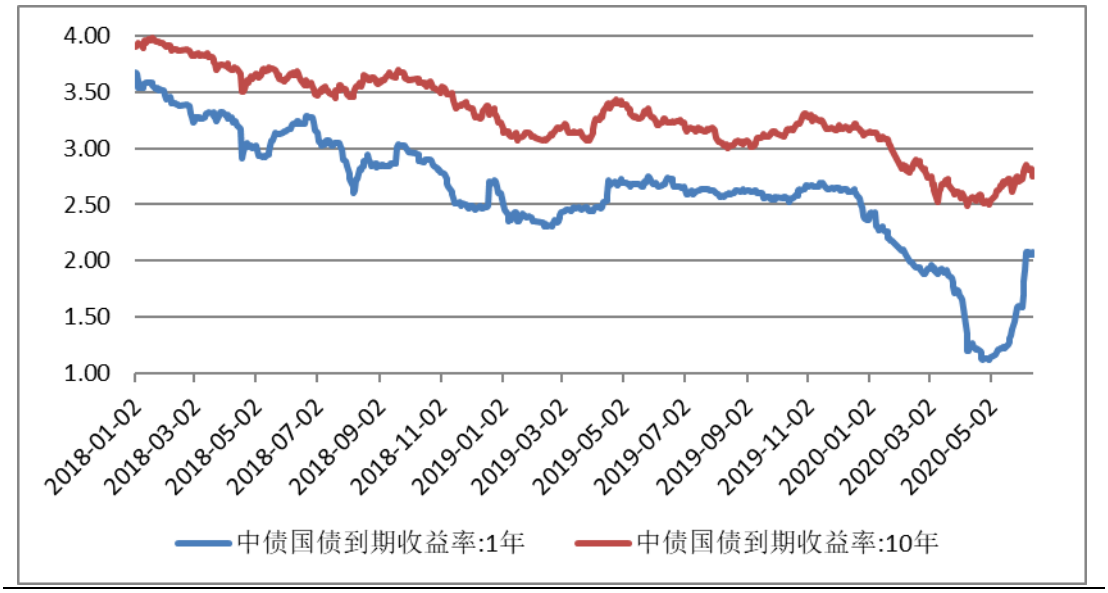

*资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部*

## 2.2 利率债走势分析：央行加强预期管理，债市情绪修复，各期限收益率下行

**1）利率债走势复盘**

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 TF2006 价格为 103.3800，较上周上涨 1.25%。10 年期国债期货主力合约 T2006 价格 101.2300，较上周上涨 0.51%。2 年期国债期货主力合约 TS2006 价格为 101.3000，较上周下跌 0.06%。

**图 12：本周 10 年国债收益率震荡下行（%）**




*资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部*

经过上一周的剧烈调整，本周债市情绪有多修复，各期限利率债收益率震荡下行，市场恐慌情绪有所缓和，周一，由于前一周周五收盘后，美非农就业数据好于预期，美债收益率大幅上行，虽然该数据真实性被质疑，但也还是给国内恐慌的债市再蒙一层阴影；另外，周末公布的国内出口数据好于市场预期，这些盘前的利空信息，使得周一债市开盘继续承压，早盘长债收益率高开，随即央行开展逆回购操作 1200 亿，当日 MLF 到期 5000 亿，全口径净回笼 3800 亿，此外，央行罕见的公告未来才做计划，称将于 6 月 15 日左右对本月到期的中期借贷便利（MLF）一次性续做，具体操作金额将根据市场需求等情况确定。这一公告虽没有实质性的利好，但是对于在惊恐当中的债券市场情绪起到了一定的安抚作用，全天 10 年国开活跃券 200205 收益率下行 3.25bp 至 3.1325%；周二，公开市场净投放 600 亿，资金面延续平衡式宽松，当日消息面平静，债券市场多空力量交织，没有明确的方向，当日 200205 收益率小幅上行 0.25bp 至 3.135%；周三，央行继续小幅净投放 600 亿，资金面平衡式宽松，通胀数据低于市场预期，但是债市情绪依旧疲弱，临近收盘时，5 月金融数据公布，社融超预期，但是新增贷款低于预期，没有给市场带来太大波动，当日 200205 收益率与前日相同；周四，央行公开市场开展 800 亿元 7 天期逆回购操作，当日 700 亿元逆回购到期，净投放 100 亿，全天资金面基本持续均衡偏松态势，央行公告称，为加强预期管理，自 6 月 12 日起，将每日开展公开市场操作的时间从上午 9:15-9:45 调整为 9:00-9:20，9:20 披露操作结果，前一夜美联储预计利率将保持接近零的水平直至 2022 年底，主席鲍威尔承诺联储将动用一切工具帮助经济从疫情冲击中复苏。受此刺激，美债收益率大幅下行。不过国内债市仅小幅低开，并再度进入多空交织的横盘状态。午后，或因外媒消息称“由于第二轮冠状病毒感染的担忧加剧，美国股指期货跌势加剧。”这让国内股市午后快速下跌，国债期货拉涨，现券收益率下下行，全天 200205 下行 5.5bp 至 3.08%；周五，由于前一夜美股大跌，美元美债上涨，早盘长债收益率大幅低开，然而，公开市场操作转为净回笼，长债收益率开始震荡上行，午后，美国股指期货上涨，带动 A 股翻红，债券收益率低位回升，最终收益率完全填平早盘的低开，较前一日小幅上行，当日 200205 上行 0.75bp 至 3.0875%。全周，10 年国债活跃券 200006 下行 9.5bp 至 2.755%，10 年国债活跃券 200205 下行 7.75bp 至 3.0875%。

本周，10 年美国国债收益率报 0.7100%，较上周下跌 20BP，3 个月美国国债收益率报 0.1600%，较上周上涨 1BP，1 年美国国债收益率报 0.1800%，较上周无变化。

图 13：各期限美国国债收益率涨跌不一（%）




*资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部*

**2）利率债展望**

近期央行的一系列举动意在合理引导市场预期，加强市场预期管理，周一的公告沟通月中进行 MLF 操作，以及 6 月 12 日开始每日公开市场操作时间提前，次日，中金所宣布，将国债期货开盘时间推迟 15 分钟到 9:30，并于 7 月 20 日起正式实施。至此，国债期货交易时间将在公开市场操作时段之后，有利于央行每日引导市场预期，维护市场公平稳定。

近期监管层对于结构性存款加大了监管力度，年初以来结构性存款的快速膨胀是此次监管加强的触发因素，《每日经济新闻》百家号 6 月 10 日报道，多家股份行已经收到了监管部门的窗口指导，要求压降结构性存款规模，在今年年底前逐步压降至年初规模的三分之二。北京银保监局 6 月 12 日下发《关于结构性存款业务风险提示的通知》。

短期来看，债市依然多空交织，近期债市利多为央行加强预期管理、疫情存在反复（美国部分复工洲病例反弹、北京连续多例本地新冠肺炎确诊病例）、油价再度下跌，但新增利空为监管出手明确压降结构性存款规模，监管政策可能进入高发期。短端利率高度依赖货币宽松预期，因此 5 月中旬以来短端利率出现较大反弹；而长端利率更加跟随基本面，因为前期较高的期限溢价已经部分定价了经济复苏和再通胀预期，因此长端利率的调整幅度不大，短期调整告一段落，进入震荡市。

中期来看，经济处于修复通道，确定的“方向”但“斜率”未知。在“政策发力对冲”+“经济内生修复”的双重推动之下，内需的恢复依赖基建、地产的边际修复，但消费需求难快速恢复，外需仍旧是最大的不确定性因素，当前货币政策更加注重宽信用而非流动性投放，经济的环比修复速度可能一波三折，对利率并非趋势性利空，总体而言，预计下半年 10 年国债到期收益率在 2.6%-3.0%区间宽幅震荡。

## 2.3 存单与信用债分析：资金面平衡式宽松，信用债收益率短端上行，长端下行

**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 3,563.70 亿元，较上周发行量上涨 211.92%。本周存单到期量为 3,295.10 亿元，较上周到期量上涨 19.24%。

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 2,089.14 亿元，较上周环比下降 10.69%。

**2） 二级市场走势及信用利差**

各期限存单收益率涨跌不一，1M 存单收益率较上周上涨 19.50bp，3M 期存单收益率较上周上涨 15.01bp，6M 期存单收益率较上周上涨 3.84bp，9M 期存单收益率较上周下跌 1.95bp。

信用债二级市场方面，信用债各等级及各期限收益率涨跌不一，AAA 级 1 年期、AAA 级 3 年期、AAA 级 5 年期较上周分别上涨 4.31bp、下降 9.29bp、下降 7.94bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别上涨 5.31bp、下降 9.29bp 、下降 8.94bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别上涨 6.31bp、下降 3.29bp、上涨 1.05bp。

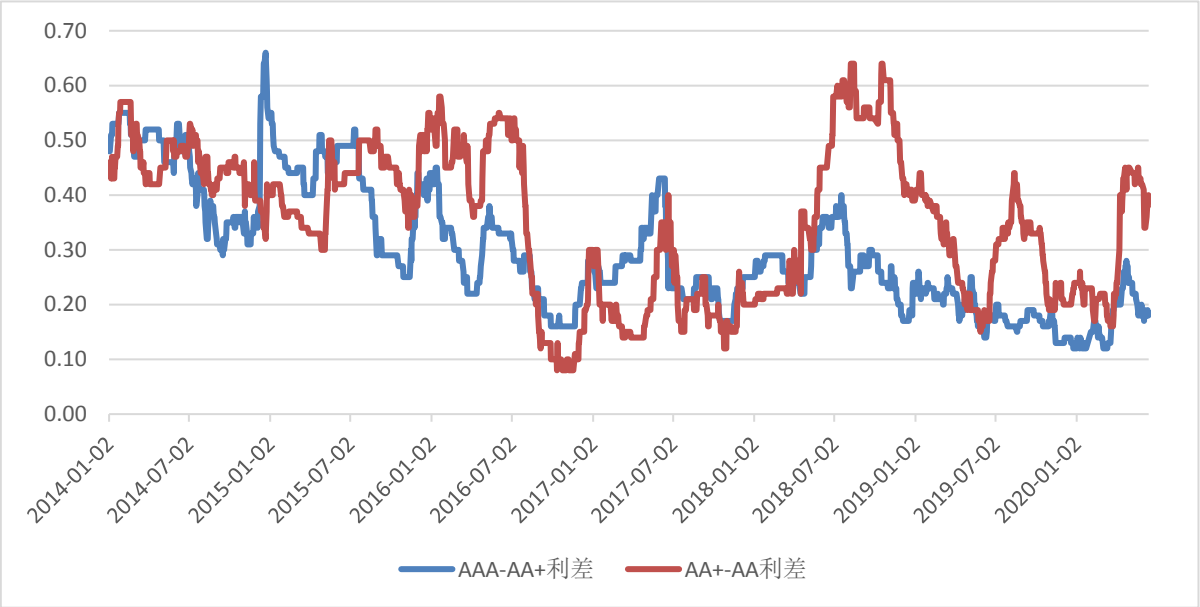
**表 3：信用债各期限收益率水平（%）**

| 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 | 2.577 | 3.20% | 4.31 |
| 信用债(AAA):3 年 | 3.0406 | 9.20% | -9.29 |
| 信用债(AAA):5 年 | 3.527 | 15.40% | -7.94 |
| 信用债(AA+):1 年 | 2.747 | 3.40% | 5.31 |
| 信用债(AA+):3 年 | 3.221 | 7.60% | -9.29 |
| 信用债(AA+):5 年 | 3.827 | 13.90% | -8.94 |
| 信用债(AA):1 年 | 3.097 | 7.40% | 6.31 |
| 信用债(AA):3 年 | 3.621 | 9.10% | -3.29 |
| 信用债(AA):5 年 | 4.237 | 11.70% | 1.05 |

*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，中低评级信用利差走阔，AAA 与 AA+信用利差较前周无变化，AA+和 AA 之间的利差较前周走阔 6bp 至 40bp。

**图 14：中低评级信用利差走阔（%）**




*资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部*

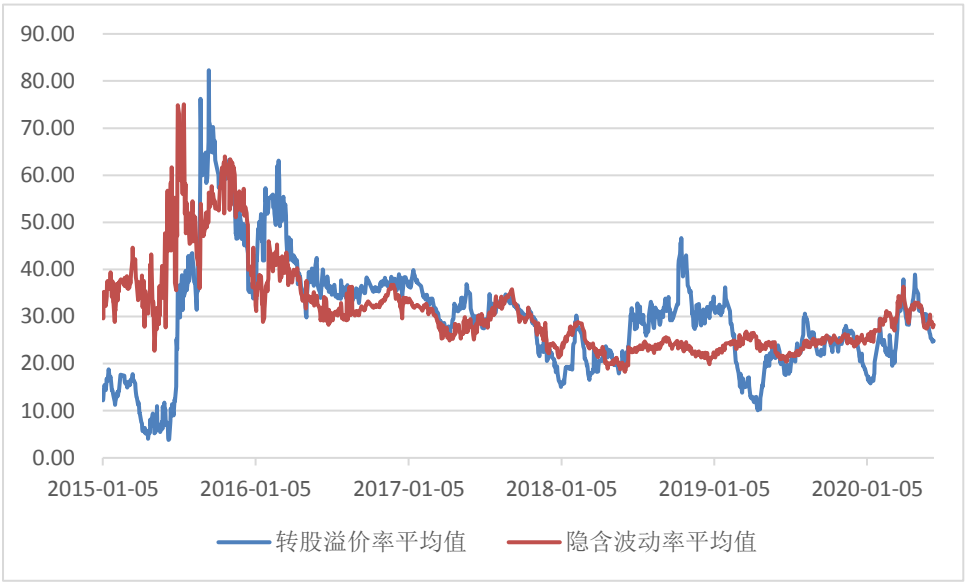
## 2.4 可转债分析：转债市场震荡下跌，估值持续回落

**1）可转债的走势复盘**

本周权益市场宽基指数走势有所分化，周五受海外市场大跌影响低开高走，上证指数本周下跌 0.38%，深证成指本周上涨 0.64%，创业板指本周上涨 1.86%，中小板指本周上涨 0.98%，成长风格类板块表现好于价值风格类板块。可转债市场一改前期强势走势，呈持续下跌态势，本周上证转债下跌 0.50%至 308.81，深证转债下跌 0.04%至 237.43，中证转债下跌 0.35%至 342.13，总体来看本周转债市场依旧处于小幅震荡下跌区间，且表现弱于权益市场。其中，振德转债、英科转债、尚荣转债、博特转债、富祥转债等涨幅居前，科森转债、凯龙转债、麦米转债、新莱转债、广电转债等跌幅居前。一级方面，本周有六只新债发行，分别是永兴转债、上机转债、寿仙转债、思特转债、中矿转债、歌尔转 2，一级市场延续上周发行节奏。

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，转债市场当前的估值已经回落到 2019 年 12 月也就是本轮行情启动前的估值水平，但仍旧高于 2019 年 4 月份的水平。

**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**

回看 5 月份以来转债市场的回调，要从泰晶转债的强赎公告说起。5 月 6 日傍晚，泰晶科技发布了提前赎回泰晶转债的提示性公告。截至 5 月 6 日收盘，泰晶转债收盘价已高达 365 元，转股溢价率更是高达 171%，是非常典型的“双高转债”。“双高转债”遭到强赎后必然会迎来暴跌。泰晶转债的强赎事件给参与双高转债炒作的投资者当头一棒，5 月 7 日当天，市场上的双高转债（转债价格>130 元，转股溢价率>30%）纷纷暴跌。受此影响，转债市场的炒作情绪明显降温，整个市场的成交额大幅缩减。可以说，泰晶转债事件作为导火索引发了转债市场的回调。然而，就在该事件影响尚未消散之际，国内股票市场和债券市场也出现了一些新的变化。一方面，中美贸易摩擦升级，以及市场预期流动性边际收紧的情况下，投资者对于后续的股市走势不乐观，自然也不看好转债市场表现；另一方面，利率的快速上行不仅压缩了转债债底，而且使得债基面临赎回压力，转债配置也会被动减少，相应地，转债估值受到压制。

当前权益市场仍然面临着中美贸易摩擦升级，疫情二次冲击海内外经济的可能性，这些因素均会影响权益市场的风险偏好。当前上证指数仍位于 2900 点之上，而 3000 点仍然是一个重要的阻力位。在这样的情况下，转债投资策略应该以防守为主，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。一方面，临近中报季，自上而下关注一些优质行业龙头；另一方面，从不同价格转债指数表现来看，低价格转债占绝对优势。因此，从性价比出发，可以积极布局一些绝对价格出现回调的中低价转债，同时结合新基建和经济弱复苏逻辑，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

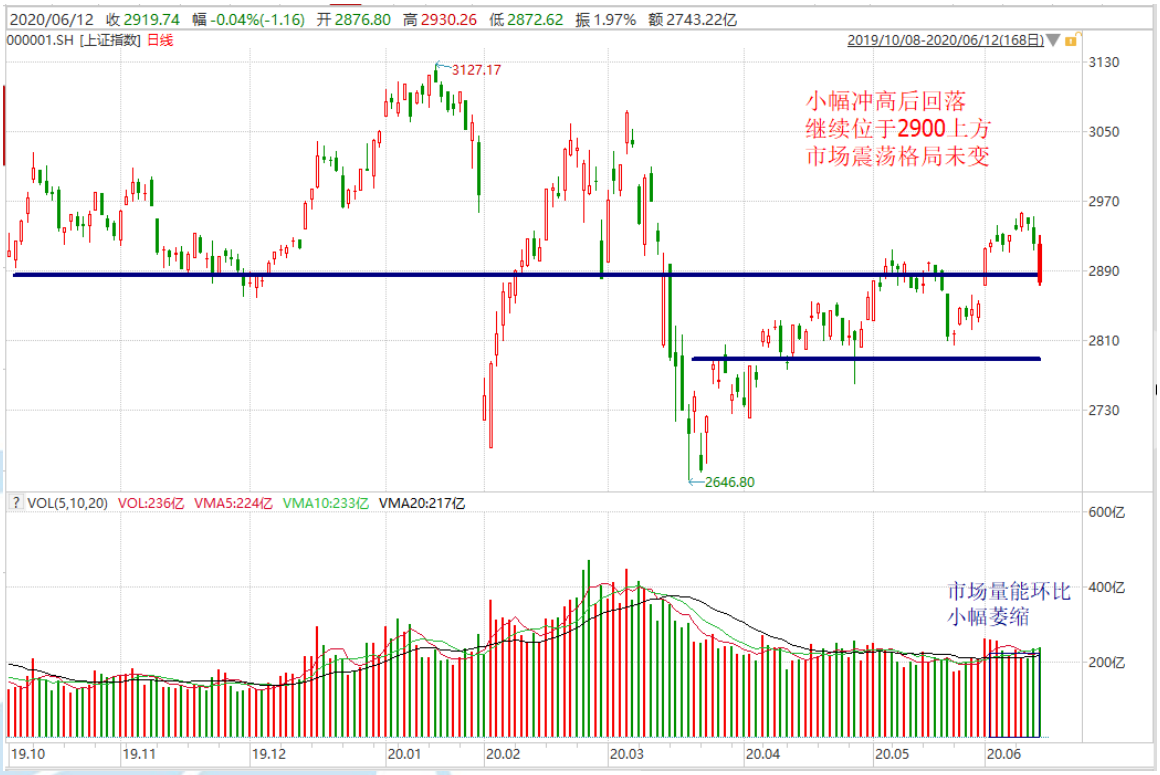
### 3.1 权益市场分析：有望延续震荡格局 建议关注影视传媒、券商和国产替代

**1） 权益市场走势复盘**

本周市场小幅冲高后震荡回落，其中周五受海外股市大跌影响大幅低开但随后收回，上证综指最终报收于 2919.74 点，全周下跌 0.38%；同期深圳成指和创业板指本周分别上涨 0.64%和 1.86%。量能方面，两市合计成交 3.34 万亿元，环比萎缩近一成。

盘面上，权重指数走势较为迟滞，而中小盘股指相对活跃；板块方面，权重板块如金融地产等继续处于蛰伏状态，于低位弱势震荡；生物医药、电子信息等成长性板块则走势较强，尤其是生物医药及医疗服务强势特征明显。此外，免税商店主题推动百货零售也表现较好。整体看，大盘延续震荡格局，行情继续呈现出较强结构性特征。

**图 16：市场于 2900 点上方震荡格局未变**




*资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部*

本周美股集体下跌，道指本周周跌 5.55%，报 25605.5400 点。纳指报 9588.8100 点，本周周跌 2.30%，标普 500 指数报 3041.3100，本周周跌 4.78%。三大股指均创下截至 3 月 20 日当周以来最大单周跌幅。

美股前三个工作日狂欢之后，遭遇“黑色星期四”。6 月 11 日，美股出现全线回调，三大股指暴跌均超 5%，道指和标普指数均创下近 3 个月以来的最大单日跌幅。随着美国多个州的新确诊病例和住院人数增加，投资者担心最近的抗议活动将引发新一波感染，经济持续疲软和收益下滑风险有所增加。因此，股市估值正在下降。美国未来最有可能的情况是继续推进复工复产，但是民众和企业的生活消费和经营方式将发生改变，也会出现行业分化，部分行业例如餐饮、旅游以及航空行业的复工复产进度会比较慢，但科技及必选消费等行业受到的影响相对较少。总的来看，美国经济再度按下暂停键的概率较小。

**图 17：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**

展望后市，国内经济持续恢复，改革加速，短期宽松力度上有所收敛，但整体流动性环境仍较友好，A 股具备较强韧性；海外不确定性因素或引发短期波动，但难改震荡格局及结构性特征。

经济方面，5 月份货币数据和物价数据透露出经济向好趋势。货币数据：5 月社融新增 3.19 万亿，高于预期的 3.1 万亿； M2 同比增速 11.1%，与上月持平，居民存款和企业存款表现较好；M1 同比增速从上月的 5.5%升至 6.8%，是 18 年 5 月以来的最高水平；新增人民币贷款 1.48 万亿，略低于预期的 1.6 万亿。总的来说，5 月金融数据维持了良好的恢复趋势。后期，央行将以“宽信用”的方式注入资金以支持实体经济，短期宽松力度上有所收敛。中期看，虽然不再“大水漫灌”，但仍将维持整体宽松的流动性环境。

物价方面，5 月份 CPI 同比上涨 2.4%，低于预期的 2.7%和前值的 3.3%；3 月 PPI 同比下降 3.7%，低于预期的降 3.2%和前值降 3.1%。CPI 下降主要是鲜菜及猪肉价格的回落带动，而核心 CPI 在逐渐企稳，总需求仍在弱势复苏。PPI 下降主要受同期基数较高的影响，但从分项出厂价格指数和购进价格指数看，工业品价格下降的压力在减轻。随着复工复产，工业企业进入被动补库存阶段，后期工业品价格有望逐步回升。

此外，在当前比较复杂的国际形势下，海南实施国际自贸港等一系列重大措施；创业板注册制改革于周末快速落地，主板 T+0 制度也将进入研究阶段。这些表明中国深化各项改革的决心，而改革进程的加速将提升国内外投资者对资本市场的信心。

不过，近期海外不确定性因素增多，增加了市场不确定性。美股前期大幅反弹，纳指创出新高，主要受美联储极度宽松的货币政策刺激，并未得到经济增长的支撑。6 月议息会议，美联储认为经济前景仍具有极大不确定性，并维持现有宽松政策，维持基准利率在 0%-0.25%不变。当货币宽松的刺激效用开始减弱，而疫情控制差强人意之时，美股正进入验证期。正是对于疫情二次爆发的担忧周四美股再现大幅下跌。若疫情再度反弹，美股回调风险将进一步加大。不过，本周五两市受美股影响大幅低开但随后震荡收回，显示出 A 股对美股利空已具备了较强抵抗力。

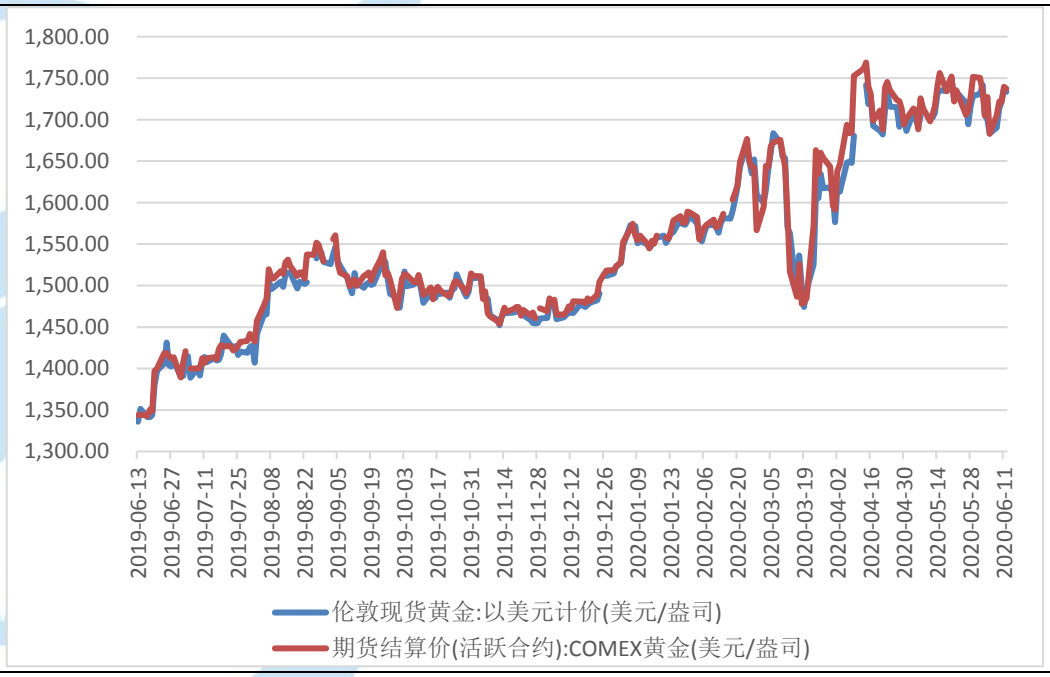
我们认为，国内经济的恢复态势、深化改革和整体宽松的流动性环境将持续为 A 股提供支撑，疫情反复和海外不确定性因素或引发短期波动，但难改市场震荡格局及结构性特征。

综上，市场短期或以震荡为主。板块配置方面，建议关注影视传媒，券商，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。传统价值股与新兴高成长股间的估值分化已进入极值区间，绩优低估值公司有望启动估值休复，值得中线坚守。

### 3.2 黄金市场分析：受疫情二次反弹和美联储政策会议声明影响，投资者避险情绪提高，金价本周大涨

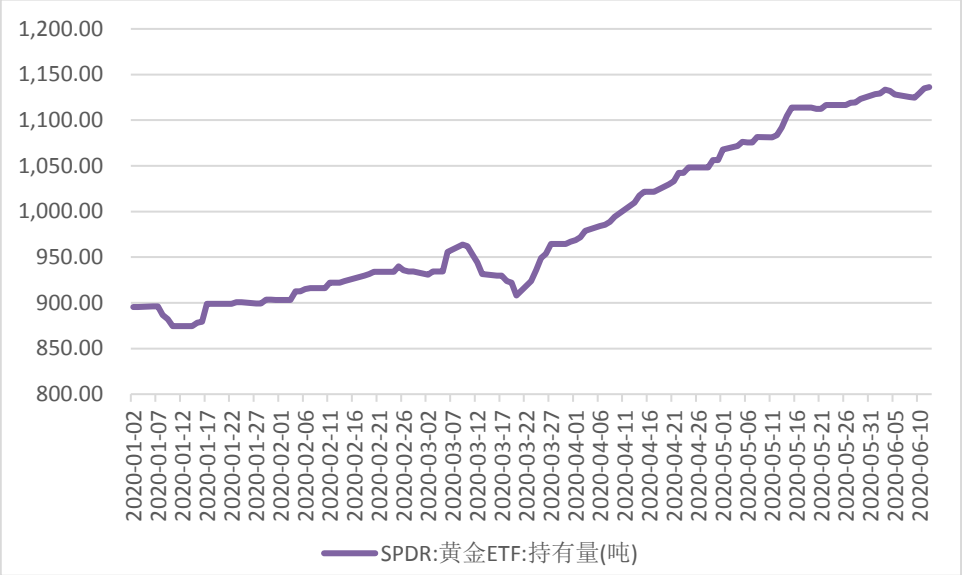
受部分地区疫情可能出现的二次反弹给全球经济带来的不确定增加的影响，以及本周美联储承诺保持低利率并承诺想继续购买资产，暗示美国经济前景黯淡，投资者避险情绪上升，纷纷逃离风险资产，买入避险资产，导致本周金价出现大涨。周五，COMEX 黄金期货结算价下降 2.5 美元，或跌幅 0.14%，收报于 1737.3 美元/盎司，全周累计大涨 3.23%；伦敦现货黄金价格下跌 4.75 美元，或跌幅 0.27%，收报于 1733.5 美元/盎司，全周累计大涨 2.97%。另外，全球最大的黄金上市交易所交易基金（ETF）SPDR Gold 的持金量周五增加 1.17 吨至 1136.22 吨，为逾七年最高，这也反映出投资者对避险黄金需求的提升。

图 18：金价本周大涨（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 19：SPDR 的持金量本周增加并创七年新高（吨）




*资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部*

周一和周二，由于风险偏好回落，华尔街主要股指下跌，谨慎的市场投资者正等待本周三结束的美联储政策会议公布近期经济状况和下一步的经济刺激方向，部分投资者甚至预期美联储将采取宽松货币政策立场，并将继续压低实际利率，金价连续上涨。不过金价上涨也是技术性的，上周五金价跌破每盎司 1700 美元，随着市场回调，一些投资者逢低买入，黄金再次吸引了投资者的部分需求。周三，美联储政策会议的声明为美国经济描绘了一幅相当黯淡的图景，美联储预计今年美国 GDP 将萎缩 6.5%，年底失业率将达到 9.3%，对此美联储表示将把当前接近于零的利率水平维持到 2022 年，并再次承诺将采取行动缓解新冠疫情带来的经济影响，这明显提振了投资者的避险情绪，导致金价上涨超 1%。周四，美联储的政策会议继续发挥影响，同时美国多州重启后新增病例有所增加，美国国内的反种族动乱加剧了疫情二次反弹的可能性，投资者避险情绪进一步高涨，美国三大股指当天均暴跌超 5%，金价继续上涨，不过因为美元当天走强，抑制了金价的上涨幅度。周五，随着投资者避险情绪有所缓解，美国主要股指反弹，金价小幅下降。

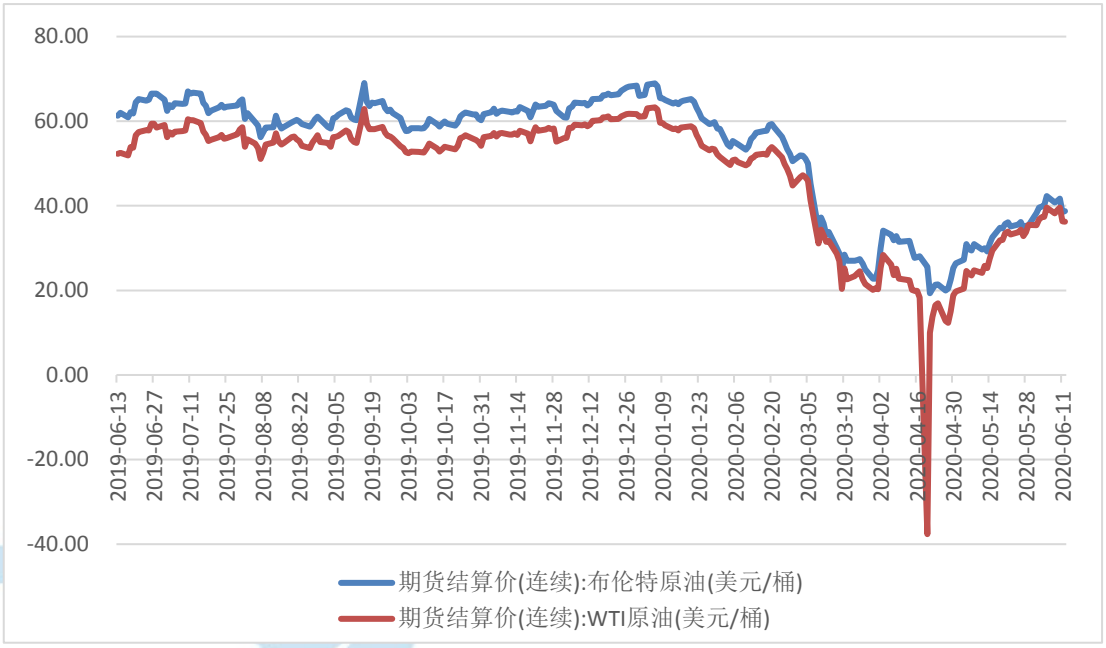
近两个月来，金价大部分时间在每盎司 1680-1750 美元之间波动，上周金价因放松疫情管控措施、低于预期的就业数据等而大跌至 1700 美元以下后，本周金价再次升高至每盎司 1730 美元以上，这说明金价或将进一步走高。本周的美联储政策会议声明说明，受疫情影响，尤其是疫情在多个新兴经济体国家出现加速蔓延后，全球经济的复苏之路将充满各种不确定性和挑战，经济“V 型”反弹的可能性越来越小，一些主要国家正在酝酿新一轮经济复苏计划，且关键利率仍保持在历史较低水平，这都为未来金价进一步上涨提供支撑。

### 3.3 原油市场分析：受疫情二次反弹可能、美联储会议、美国原油库存升至新高等因素的影响，投资者对全球经济增长担忧加剧和打击原油需求，本周油价暴跌

在沙特和俄罗斯组成的 OPEC+达成历史性减产以及全球经济气度明显回升的提振下，国际油价在连续上涨六周后，本周结束了上涨步伐。美联储周四警告新冠疫情将对经济造成长期损害，加上美国部分地区解封导致疫情出现二次反弹，市场情绪恶化，投资者担心这将打击原油需求，使得原油价格本周出现暴跌。周五，油价变动不大，国际基准布伦特原油（Brent）8 月期货合约结算价微涨 0.18 美元，或

0.47%，收报于每桶 38.73 美元，全周累计暴跌 8.44%；美国基准得克萨斯中质原油（WTI）7 月期货合约微跌 0.08 美元，或 0.22%，收报于每桶 36.26 美元，全周累计暴跌 8.32%。

**图 20：本周油价暴跌（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*

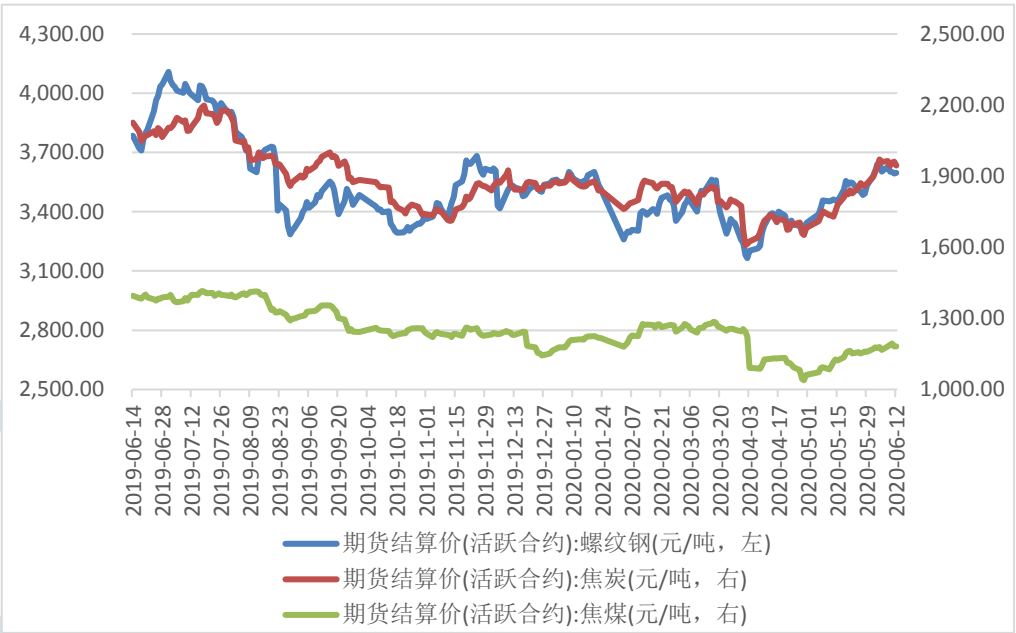
周一，尽管上周六 OPEC+国家同意延长当前创纪录减产协议至 7 月底，但沙特、科威特和阿联酋等国家表示将在 7 月停止自愿额外减产 118 万桶/日后，油价顺势下跌超过 3%。与此同时，随着油价反弹至每桶 40 美元以上，美国页岩油生产商已经开始重启此前关闭的油井，这可能会削弱脆弱的需求复苏，并破坏 OPEC+为支撑油价的减产努力。周二和周三，市场再次受到主要石油生产国承诺限产的乐观情绪，抵消了对冠状病毒卷土重来的担忧，加上利比亚表示其部分出口遭遇武装袭击而生产暂停，这给市场油价带来支撑，油价上涨。周四，油价暴跌 8%，两大指标原油分别录得 4 月 21 日和 27 日以来最大单日跌幅，暴跌的原因一是美国确诊病例总数超过 200 万例，新增病例略有反弹，美联储预计美国的失业率将在 2020 年底达到 9.3%，需要数年时间才能回落，而利率预计至少会在明年之前保持在接近零的水平，给出比较黯淡的经济前景，严重打击了投资者的信心；二是美国能源信息署（EIA）发布的数据显示，上周美国原油库存意外增加 570 万桶，至创纪录的 5.3810 亿桶。美国汽油库存增幅也高于预期，至 2.587 亿桶。周五是油价变动最小的一天，布伦特油价上涨，但美国油价下跌。

尽管大部分地区已逐渐解封，但全球经济受疫情严重影响，OPEC+一致同意将目前 970 万桶/日的减产计划继续延长到 7 月底，说明目前石油供应仍然过剩，OPEC+的减产只是缓解了供应过剩的程度，并没有从根本上解决石油过剩问题。前面六周油价的持续上涨，除了有基本面改善的原因，也有近期市场资金追逐风险资产而导致包括原油、股票、大宗商品等在内的各种风险资产快速上涨有关。另一方面，沙特国家石油公司沙特阿美上周日上调了 7 月份全球所有市场所有等级原油的官方售价，也说明近期原油需求已有所改善，石油需求正开始从新冠疫情封锁措施造成的最严重影响中复苏。我们预计在继续减产以及全球经济逐渐恢复的支撑下，油价仍有一定的上涨空间，但减产协议的不稳定性和库存积压，以及随着解封可能带来得疫情二次反弹，需求复苏的轨迹尚不明确，油价短期内难有大幅上涨的空间，预计将维持在每桶 40 美元上下。

### 3.4 黑色产业链分析：黑色产品价格处于拐点位，螺纹钢、焦炭期货价格回调，焦煤价格上涨，短期内或将震荡调整

周五，螺纹钢期货主力合约结算价格较上周微跌 6 元/吨，或跌幅 0.17%，至 3597 元/吨；焦炭价格下跌 14.5 元/吨，或跌幅 0.74%，至 1945 元/吨；焦煤价格上涨 15.5 元/吨，涨幅或 1.33%，至 1182 元/吨。

**图 21：螺纹钢、焦炭价格微跌，焦煤价格上涨（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*

从 3 月底以来，中国疫情防控形势持续向好和政府加大政策刺激力度，从多个经济指标看国内经济正在从疫情中显著改善，大宗商品市场也迎来一波上涨行情。在此背景下，受基建和房地产等下游行业复苏带来的需求提振，加上螺纹钢的主要生产原材料铁矿石的价格一路上涨，目前铁矿石价格已连续两周高于 100 美元/吨，上涨幅度超过 30%，这直接导致螺纹钢价格的连续上涨，螺纹钢价格从 4 月初低点已上涨约 13.7%。不过近期螺纹钢市场基本面有走弱迹象，同时受南方地区持续降雨影响，下游需求有所放缓，市场成交量处于较低水平，尽管螺纹钢产量继续小幅增加，但库存降幅已明显收窄，去库存有所放缓。本周，螺纹钢总产量较上周仅小幅增加 3.16 万吨至 398.56 万吨，或已接近阶段性峰值，未来可能将保持平稳或出现下降；库存较上周下降 15.02 万吨至 1042.59 万吨，其中社会库存减少 15.18 万吨至 758.34 万吨，厂库存不降反升，小幅增加 0.16 万吨至 284.25 万吨，这是厂库在 5 月 29 日当周增加后再次增加。两者合计可知，本周螺纹钢的表观消费量为 413.58 万吨，较上周大幅减少 32.1 万吨。

焦炭焦煤方面，河北大型焦企近日计划提涨焦炭价格 50 元，山东、河北及山西等地部分焦企陆续也将提涨，焦炭第五轮提涨范围扩大，但钢厂多数暂未回复是否同意。下游钢厂高炉开工率维持高位，库存不断下降，对焦炭的采购积极性较高，因此焦企在利润刺激下开工维持高位，订单及出货情况较好。本周，焦企开工率已增加至 72.23，较上周上升 0.4 个百分点；焦炭库存继续下降 2.75 万吨至 41.62 万吨，仅略高于往年同期库存水平。不过焦炭期货价格与螺纹钢价格关联性较强，本周焦炭期货价格也同螺纹钢价格一起出现回调。焦煤市场则偏稳运行，特别是两会过后，前期减产煤矿逐步复产，焦化厂补库开始增多，煤矿端库存压力减缓，对焦煤价格提供支撑，同时近期进口煤政策有边际收紧，且

由于国际地缘政治关系持续紧张，未来不确定性增大，焦煤供需有边际改善，基本面有一定改善，焦煤价额开始企稳探涨，但供给整体仍偏宽松，短期或维持震荡。

黑色产品价格经过一段时间的连续上涨后，近期上涨动力已明显不足，在原材料成本是否将继续上涨以及下游需求前景不明朗的情况下，短期黑色产品市场或将出现震荡调整态势，黑色价格可能处于一个拐点上。考虑到历史性增发专项债所带来的大量基建项目的逐渐落地，预计螺纹钢价格整体震荡偏强，钢厂对下游焦炭焦煤的需求保持较高水平，但新冠疫情的影响仍存在不确定性，国内整体需求恢复并不及预期，这将抑制黑色产品价格的涨幅。

## 3.5 人民币兑美元汇率分析：本周人民币继续上调，货币政策空间有所增大

本周，人民币兑美元汇率中间价报 7.0865，较上周上调 0.14%。即期汇率报 7.0745，较上周上调 0.17%。

周一，人民币兑美元即期收升逾 120 点，创逾一个月新高，中间价亦创逾两周新高，好于预期的美国非农就业数据继续提振风险偏好，但是美指维持弱势助升人民币多头。由于近期境内购汇力量较强，导致离岸略强于在岸汇价。美国 5 月非农就业岗位意外增加，4 月录得纪录降幅，这提供了迄今最明确的信号，即新冠疫情引发的低迷可能已经过去，但经济复苏可能是长路漫漫。周二至周四人民币兑美元都持续上调，但是周五，因美股遭遇褐色星期四，避险情绪涌入美元，导致美元指数有所上升，人民币兑美元转向，小幅下调，但整体较上周仍有所上涨。

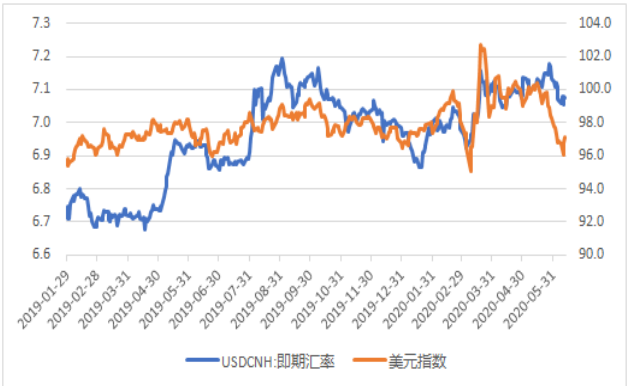
短期内，疫情与中美关系仍然是影响汇率的主要因素，从近期的汇率走势看，美元指数整体走弱的情况下，人民币贬值压力减少，从汇率角度而言，货币政策的空间有所增大，加上北京新发地疫情的发酵，对于我国货币政策进一步宽松有所加码，对于债券市场而言，市场普遍预期 6 月底紧张的资金面，可能会有所宽松，降准降息仍然存在可能。长期看，中国经济形势、政策环境的表现，将为后续人民币汇率走势提供支撑。人民币汇率将有望重新回到“7”附近展开双向波动。

图 22：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 23：离岸人民币汇率本周继续上涨




资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

## 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。