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：债市遭遇基本面、资金面、监管面等多方面利空冲击，各期限收益率上行，A 股放量上涨（2020.06.01-2020.06.05）

金融市场分析周报　　2020 年 6 月 5 日

摘要

- **新冠肺炎疫情：**截至 6 月 5 日，全球累计确诊病例已高达 681.1 万例，较上周大幅新增近 80 万例，已连续 5 周创下单周新高。美国仍然是全球疫情最严重的国家。疫情正在一些发展中国家加速蔓延，巴西新增病例由上周的 13.4 万例大幅增加到本周的 18.1 万例，印度由 4.9 万例增加到 6.3 万例。随着疫情解封，全球经济正在缓慢恢复，但谈不上很乐观，5 月 PMI 数据显示大部分经济体生产经营活动有所好转但仍处于萎缩区间。美国 5 月制造业 PMI 从上月 36.1 回升至 39.8，服务业 PMI 则从 26.7 大幅反弹到 37.5，表明随着企业复工复产，美国经济衰退最糟糕的时期已经过去。欧元区 5 月制造业和服务业 PMI 亦回升但仍低于 40。此外，美国 5 月失业率超出市场预期意外降至 13.3%，市场认为经济已过最糟点，这提振了投资者对经济复苏的信心。不过欧洲央行计划大幅扩大债券购买计划规模，表明人们愈发担心欧洲经济萎缩程度将比起初预期的更为严重。

- **贸易数据：**在疫情蔓延导致国外市场需求疲软并在抗疫物资出口支撑下，5 月中国出口同比由升转跌，下滑幅度没有预期那么大，进口受国内需求未完全恢复的影响，同比降幅继续扩大。以美元计，5 月中国进出口贸易同比下降 9.3%，降幅较上月扩大 4.2 个百分点，其中出口同比下降 3.3%，较上月下降 6.8 个百分点；进口同比下降 16.7%，降幅较上月扩大 2.5 个百分点；实现贸易顺差 629.3 亿美元，较上月增加 52.9%，创历史新高。从国别看，1-5 月，中国对东盟进出口同比增长，对欧盟、美国和日本进出口下降，整体实现贸易顺差有所扩大或逆差有所减小。商品出口方面，1-5 月机电产品和服装等出口下降，但因疫情影响，包括口罩在内的纺织品同比增长 25.5%，增幅较 1-4 月进一步扩大，其中 5 月纺织品出口同比大幅增长 77.3%；进口方面，5 月原油、铁矿石等大宗商品进口量增加，同比分别增长 19.2%、3.9%，但在进口价格下跌的情况下，进口额分别下降 55.1%和 2%。

- **资金面及央行公开市场操作：**本周（6 月 1 日-6 月 5 日），央行累计进行逆回购操作 2200 亿，逆回购到期 6700 亿，公开市场本周净回笼 4500 亿元。本周资金面再度紧张，周一一改跨月时的紧张态势，主要期限资金价格有不同程度回落，隔夜回到 1.65%附近。但是周二由松转紧，午后资金紧张状态愈演愈烈，不少机构开始融入资金，一时间供不应求，价格不断走高，隔夜攀升到+50bp 附近，7d 价格回升到 1.7%附近，周三一早资金仍紧，下午趋松，周四也保持先紧后松的态势，早盘隔夜加权价格维持在 2%附近，隔夜价格与 7d、14d 明显倒挂，下午逐步宽松，隔夜开始减点出，而后至周五进一步宽松。

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，债市遭遇基本面、资金面、监管面等多方面利空冲击，债券市场连续恐慌性下跌，各期限收益率均大幅上行，短端调整幅度大于长端。全周 10 年国债活跃券 190015 较上周上行 18bp 至 2.86%,较此前低点 2.4675%已上行近 40bp;10 年国开债活跃券 200205 较上周上行 17.5bp 至 3.165%，较此前低点 2.815%上行 35bp。 近期收益率的波动更多地是源于市场对于货币政策预期的改变，而不是受到基本面和货币政策本身的驱动。我们认为公开市场操作的变化背后的政策意图是近期监管层提及到“防止资金空转”,而不是货币政策的转向。4 月人民银行将超额准备金利率由 0.72%下调至 0.35%，其真实意图是提高银行持有资金的机会成本，推动银行提高资金使用效率，促进银行更好地服务实体经济特别是中小微企业。换句话说，该项政策主要目的是为了将资金“赶”到实体经济去，而不是无限压低 R001 等利率，因此不久后 R001 等利率的中枢再度提高也是非常正常的，毕竟资金利率过低会引发金融市场的套利的行为。我们认为央行当前合意的资金利率水平为 1.5%，整体收益率曲线需要按照 1.5%的隔夜去重新定价。4 月以来政策的取向一直是“稳健的货币政策要更加灵活适度”，并没有发生实质性的转变，目前货币政策不具有大幅转向的基本面支持。市场情绪的改善，依然需要央行释放积极信号，那么市场利率下行空间就可以打开。我们还是相信后期央行会有更进一步的信号来传递宽松的预期，并平复市场的无序恐慌。

- **信用债：**本周同业存单发行量较上周有所下降，本周存单发行量约 1,142.50 亿元，较上周发行量下降了 61.9%。本周存单到期量为 2,763.50 亿元，较上周到期量下降了 17%。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 1,445.97 亿元，较上周环比下降 53.5%。各期限存单收益率均上升，1M 存单收益率较上周上涨 51.4bp，3M 期存单收益率较上周上涨 37.32bp，6M 期存单收益率较上周上涨 41.47bp，9M 期存单收益率较上周上涨 50.7bp。 信用债二级市场方面，信用债各等级及各期限收益率均较大幅度上涨，AAA 级 1 年期、AAA 级 3 年期、AAA 级 5 年期较上周分别上涨 51.54bp、上涨 39.86bp、上涨 33.57bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别上涨 51.54bp、上涨 39.86bp 、上涨 28.57bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别上涨 50.54bp、上涨 31.86bp、上涨 31.36bp。

- **可转债：**本周权益市场迎来强劲反弹，主要股指均上涨。上证指数本周上涨 2.75%，深证成指本周上涨 4.04%，创业板指本周上涨 3.82%，中小板指本周上涨 4.83%，成长风格类板块相对于价值风格类板块表现占优。可转债市场跟随权益市场小幅上涨，本周上证转债上涨 0.55%至 310.35，深证转债上涨 0.11%至 237.53，中证转债上涨 0.41%至 343.32，总体来看本周转债市场表现依然弱于权益市场。一级方面，本周有七只新债发行，一级市场发行和审批节奏明显加快。从近五年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，转债市场整体估值水平持续下降，调整后，当前市场平均估值仍处于相对较高位置。

- **权益市场：**本周市场超预期上行，周一高开高走，在量能明显放大的推动下突破前期高点，随后几个交易日股指维持高位震荡。上证综指最终报收于 2930.80 点，全周上涨 2.75%；深圳成指和创业板指本周分别上涨 4.04%和 3.84%。两市合计成交 3.84 万亿元，环比上周放大逾三成。市场投资者情绪明显改善，风险偏好得到回升。国内经济正在持续恢复但困难仍多，短期内外部风险缓和对 A 股影响正面，但存在海外疫情二次爆发风险。综合来看，市场短期或以震荡为主。策略上，过度悲观和过度乐观皆不宜，建议关注结构性机会。板块配置方面，建议关注汽车、国防军工，影视行业近期呈复苏迹象也可关注。从估值角度看，成长股与价值股的估值比进入历史高位，风格切换或不期而至，低估值龙头值得坚守。

- **黄金：**受疫情管控措施放松、乐观的经济数据、美股连续上涨等因素的影响，投资者避险情绪下降，同时一些投资者出于获利了结，金价本周下跌。周五，COMEX 黄金期货结算价大跌 44.4 美元，跌幅 2.57%，报于 1683 美元/盎司，全周累计跌幅 3.92%；伦敦现货黄金价格下跌 16.6 美元，跌幅 0.98%，报于 1683 美元/盎司，全周累计跌幅 2.62%。不过考虑到新冠疫情引发的经济不确定性仍未消除以及全球央行的一系列刺激措施，金价的整体上涨走势并没有改变。全球主要经济体的基准利率保持在历史性低位，各国央行正在实施超大规模的量化宽松政策，美国失业率仍高企、欧盟扩大购债计划、疫情加速蔓延等带来的全球经济前景仍不明朗，一些推动金价上涨的因素仍存；

- **原油：**OPEC+主要产油国同意延长减产协议至 7 月底，以及周五公布的美国 5 月失业率数据表明疫情影响最坏的时期可能已经过去，各国经济及原油需求正在逐渐恢复，使得国际原油价格得到进一步强力提振，本周油价继续暴涨。周五，布伦特原油期货 8 月合约结算价大涨每桶 2.49 美元，或 5.78%，收报于每桶 42.3 美元，全周累计暴涨 19.73%；美国 7 月 WTI 原油期货大涨每桶 1.86 美元，或 5.72%，收报于每桶 39.55 美元，全周累计暴涨 11.44%。由于基本面持续改善，油价已连涨六周。不过，有迹象表明近期油价将受到承压，一是一些主要石油生产国如俄罗斯担心油价上涨过多将导致美国页岩油产量反弹；二是由于全球经济仍处于衰退区间，原油仍存在供给过剩，且近期疫情加速蔓延将延长经济衰退时间；三是油价低迷时期积累的全球库存仍然庞大，市场需要一定的时间进行消化；

- **黑色产业链：**在 5 月发行 1 万亿专项债等政府政策刺激下，下游行业需求提振，本周黑色系产品价格均上涨，其中焦炭大涨。周五，螺纹钢期货主力合约结算价格较上周上涨 70 元/吨或 1.98%，至 3603 元/吨；焦炭大涨 90 元/吨或 4.81%，至 1959.5 元/吨；焦煤上涨 7 元/吨或 0.6%，至 1166.5 元/吨。螺纹钢高炉开工率一直保持高位，本周产量继续增长，同时螺纹钢库存继续下降。随着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较强，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，这将抑制螺纹钢的涨幅。由于上游钢厂对焦炭需求旺盛，加上数轮提涨，焦企心态乐观，开工率持续上升，拉动焦炭价格持续上涨。但焦煤价格仍受到供给过剩干扰，上涨动力不足。此前黑色产品价格已连续上涨六周，且螺纹钢产量有达到高峰的迹象，因此除了警惕价格高位震荡之外，未来应更多关注价格可能的冲高回落。

- **人民币汇率：** 本周，人民币兑美元汇率中间价报 7.0965，较上周上调 0.49%。即期汇率报 7.0866，较上周上调 0.82%。 6 月 1 日，离岸人民币汇率较上周周内低点反弹逾 300 点。另一方面，国际市场炒作欧元区将推出复苏基金并发行共同债券，导致国际市场美元指数破位下行，一度跌破 98 关口，支撑人民币反弹。周三，离岸人民币对美元下挫逾 80 点，但是周五，离岸人民币又上演凌厉攻势，汇价从 7.12 附近掉头拉升，最多时涨超 350 点，最高至 7.0819。短短两周，人民币汇率就在 7.1 到 7.2 之间完成了一次惊心动魄的“折返跑”。在继续保持弹性的同时，人民币汇率再一次展现出韧性。汇率的韧性源于基本面。事实上，5 月底人民币对美元汇率走势有悖于基本面表现，决定了贬值不可持续。一方面，得益于较早较好控制住疫情，中国经济率先恢复，并且受益于最新出台的政策支持，经济表现可能好于其他主要经济体。另一方面，在非常时期，我国加大了政策逆周期调节力度，出台了一些非常举措，稳健货币政策取向没有发生变化，中美利差处于历史较高水平。无论是经济增长的差异，还是政策环境的不同，都不支持人民币对美元持续贬值。

目录

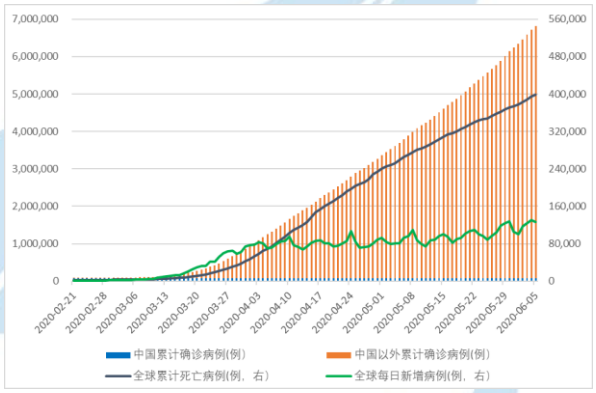
一、 本周重点经济数据分析.....5
1.1 全球疫情形势.....5
1.2 5 月进出口数据.....7
二、 固定收益市场分析.....9
2.1 资金面分析.....9
2.2 利率债走势分析.....10
2.3 存单与信用债分析.....13
2.4 可转债分析.....14
三、主要资产价格分析.....15
3.1 权益市场分析.....15
3.2 黄金市场分析.....18
3.3 原油市场分析.....20
3.4 黑色产业链分析.....21
3.5 人民币兑美元汇率分析.....22

一、 本周重点经济数据分析

1.1 全球疫情加速蔓延，随着疫情解封，全球经济正在复苏，但难言乐观

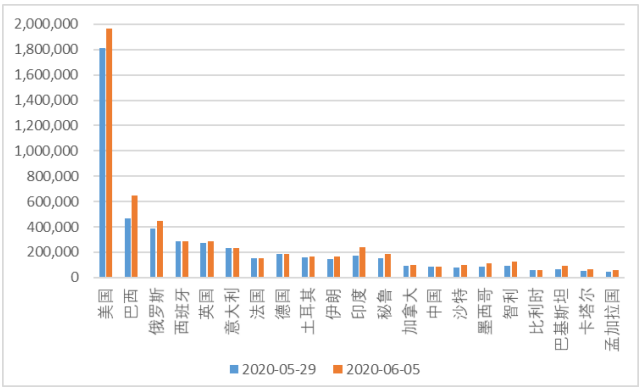
新冠疫情在美国和一些发展中国家加速蔓延，据 WIND 统计数据，截至 6 月 5 日，全球累计确诊病例已高达 681.1 万例，其中中国 8.3 万例、国外 672.6 万例，较上周大幅新增近 80 万例，已连续 5 周创下单周新高；累计死亡病例近 40 万例，达 39.9 万例，新增 3.2 万例。确诊超过 5 万例的国家有 21 个，与上周相比增加 1 个，为亚洲的孟加拉国，本周确诊病例从上周的 4.3 万例大幅增加 1.7 万例至 6 万例。美国仍然是全球确诊病例和死亡最多的国家，确诊和死亡病例分别近 200 万例和 11 万例，本周新增 15.7 万例，高于上周的 14.8 万例，美国各地爆发的已持续两周的反种族歧视抗议活动加剧了疫情传播，有 23 个州的新增病例数在增加，其中亚利桑那州、佛罗里达州、北卡罗莱纳州等本周创下疫情暴发以来新增病例的最高纪录。一些发展中国家的新增病例本周也有所增长，表明疫情正在加速蔓延，例如巴西新增由上周的 13.4 万例大幅增加到本周的 18.1 万例，印度由 4.9 万例增加到 6.3 万例，智利由 2.9 万例增加到 3.2 万例，墨西哥由 2.2 万例增加到 2.5 万例，孟加拉国由 1.3 万例增加到 1.8 万例，这些国家主要分布在南美洲和亚洲地区。不过，在实行近三个月严格的社交隔离措施后，西班牙、意大利、德国、法国、土耳其、英国等之前疫情较为严重的国家目前新增病例明显下降不少，即使封锁措施解除后也并未发生大规模的疫情反弹，这一定程度上增强了投资者的信心，改善了投资情绪。

图 1：全球累计确诊病例超 680 万，死亡病例近 40 万



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

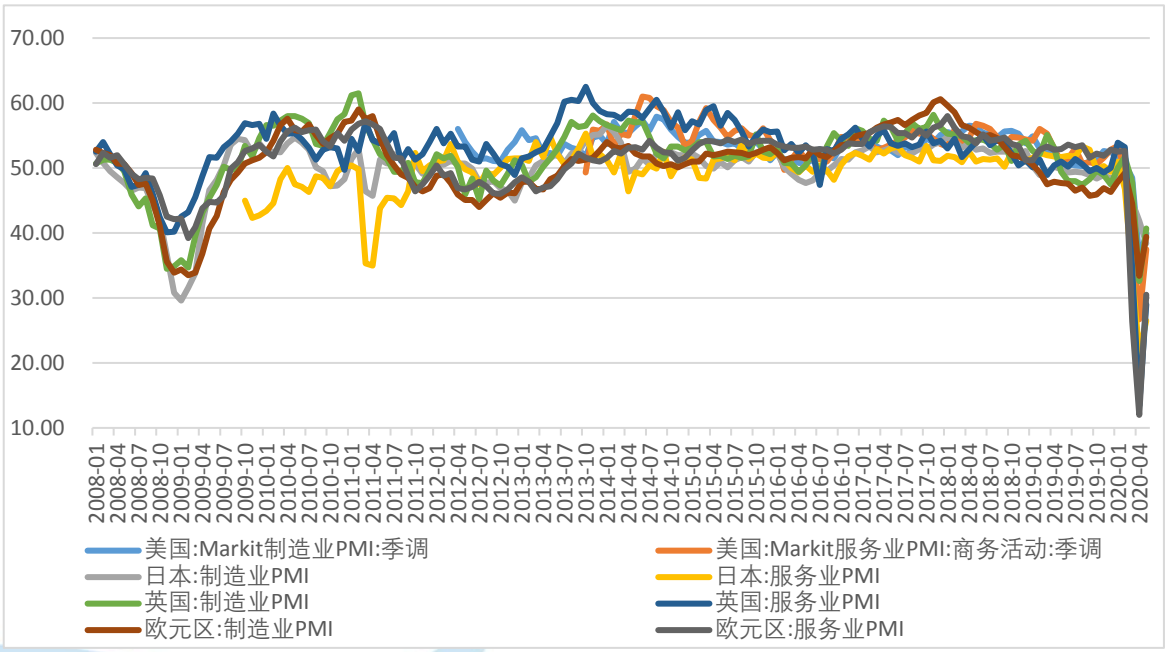
图 2：美国、巴西等 21 个国家确诊超 5 万，美国近 200 万



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

随着疫情解封，全球经济正在缓慢恢复，谈不上很乐观。本周公布的 5 月制造业和非制造业调查经理人指数（PMI）数据表明，全球主要经济体的经济尽管已开始反弹，但仍处于 50 以下的萎缩区间。美国 5 月经济活动正在脱离 11 年低点恢复，制造业 PMI 从 4 月 36.1 反弹至 5 月 39.8，非制造业 PMI 从 26.7 大幅反弹到 37.5，这是迄今最强烈的迹象，表明随着企业复工复产，经济衰退最糟糕的时期已经过去，不过由于失业率高企，从疫情中完全复苏可能仍需要数年时间。在欧元区，5 月制造业 PMI 从 4 月触及历史纪录低点后回升至 39.4，不过工厂生产活动仍大幅萎缩，5 月服务业 PMI 则从 4 月的 12 大幅反弹到 30.5。然而，日本和韩国的经济活动出现了 10 多年来的最大降幅，日本 5 月制造业 PMI 不升反降，从 41.9 下降到 38.4。中国国家统计局上周公布的 5 月制造业和非制造业 PMI 均处在荣枯线之上，表明中国的生产生活继续改善，但需求恢复缓慢对生产的制约明显，当月生产指数继续回落，从业人员指数亦再度跌至萎缩区域。

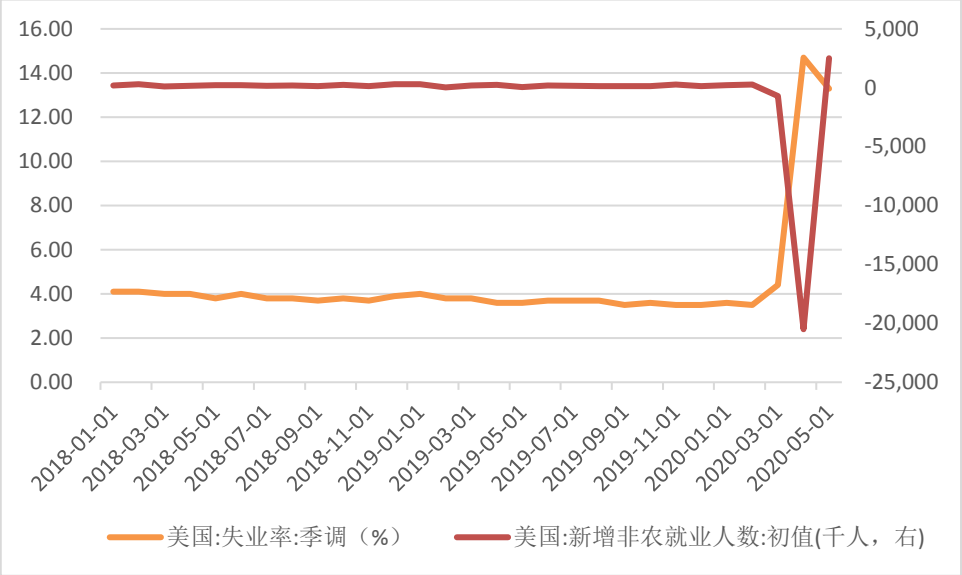
图 3：5 月全球主要经济体经济开始反弹，但仍处于萎缩区间（%）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

此外，美国劳工部周四公布的初请失业金人数显示，截止 5 月 30 日当周的初请失业救济人数较此前一周的总人数 213 万减少 24.9 万至 187.7 万，这是自 3 月中旬美国经济因疫情开始停工以来，美国政府的周度失业申请报告首次低于 200 万人，说明随着更多工人复工，领取失业救济的人数似乎已经企稳。紧接着周五公布的非农报告显示，美国 5 月新增非农就业 250 万个，失业率环比下降 1.4 个百分点至 13.3%，远好于市场预期的 20%左右的失业率，市场认为经济已过最糟点。美国失业率曾在 4 月达到 14.7%，是 1939 年有记录以来的最高点。就业数据超预期，提振了投资者对经济复苏的信心，当日美股暴涨，道琼斯工业平均指数一度上涨逾 1000 点，当日收涨 829.16 点，报 27110.98 点，涨幅 3.2%；标准普尔 500 指数收涨 81.58 点至 3193.93 点，涨幅 2.6%；纳斯达克综合指数收涨 198.27 点报 9814.08 点，涨幅 2.1%，接近历史最高收盘点位。不过与此同时，欧洲央行本周宣布计划将债券购买计划的规模大幅扩大至 1.35 万亿欧元，以缓解欧元区陷入困境的政府的压力，这表明人们愈发担心欧洲经济萎缩程度将比起初预期的更为严重，可能比美国严重得多。

图 4：美国 5 月失业率意外下降至 13.3%

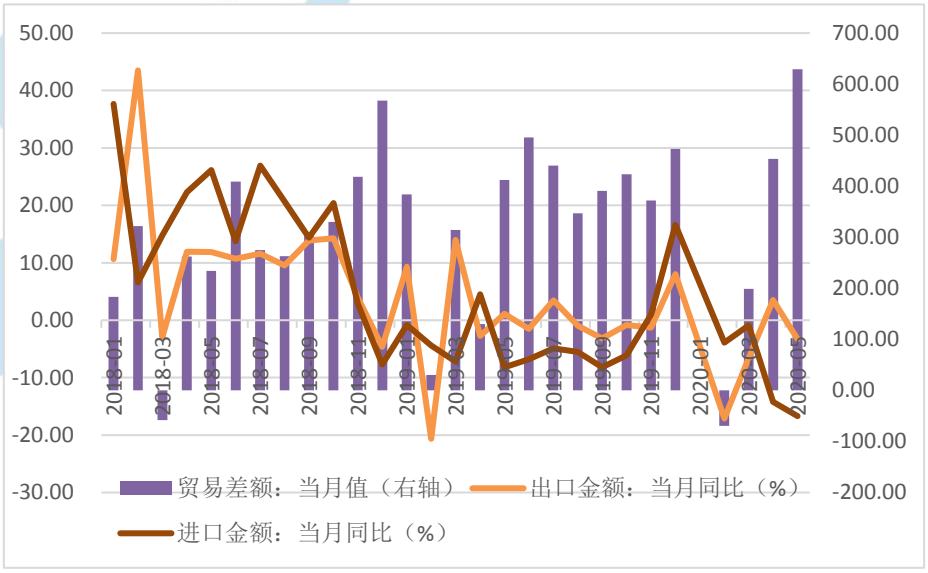


资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

1.2 受疫情影响，因国外需求仍较为疲软以及国内需求亦未恢复，中国 5 月进出口同比增速均有一定程度下降

海关总署 6 月 7 日公布的 5 月贸易数据显示，在疫情蔓延导致国外市场需求疲软且在抗疫物资出口支撑下，中国出口同比由升转跌，下滑幅度没有预期那么大，进口则受国内需求未完全恢复的影响，降幅继续扩大。以美元计价，5 月中国进出口贸易总额 3507 亿美元，同比下降 9.3%，降幅较上月扩大 4.2 个百分点，其中，5 月出口 2068.1 亿美元，同比增幅由正转负下降 3.3%，较上月下降 6.8 个百分点；进口 1438.9 亿美元，同比下降 16.7%，降幅扩大 2.5 个百分点；实现贸易顺差 629.3 亿美元，较上月增加 52.9%，创历史新高。1-5 月，中国进出口总额 1.65 万亿美元，同比下降 8%，其中，出口 8849.9 亿美元，同比下降 7.7%；进口 7636.3 亿美元，同比下降 8.2%；贸易顺差 1213.6 亿美元，同比下降 4.5%。从更能体现趋势的季节调整后环比数据看，以美元计，5 月出口增长 6.4%，低于 4 月 1.7 个百分点；进口增长 5.1%，增速提高 11.1 个百分点。

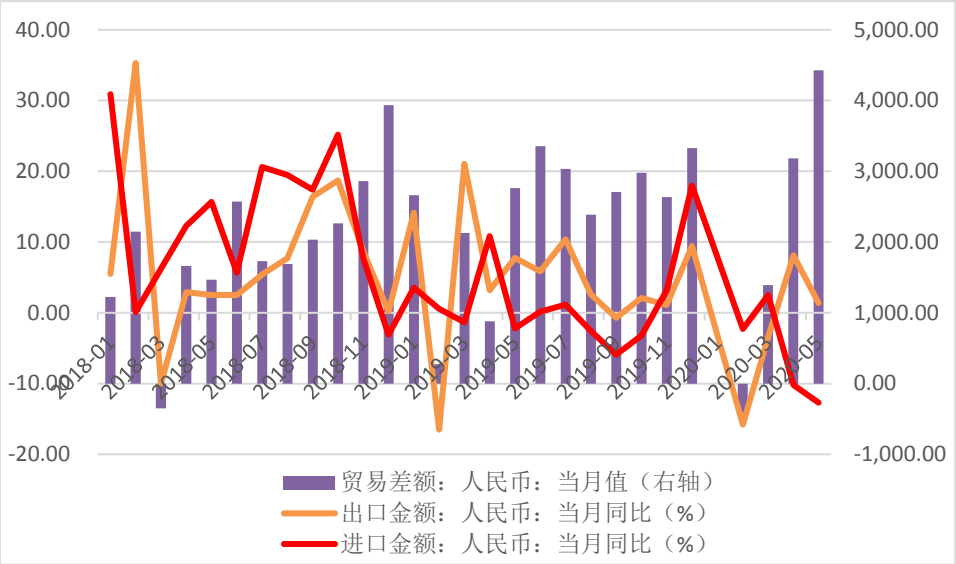
图 5：以美元计，5 月出口同比下降 3.3%，进口同比下降 16.7%（%，亿元）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

以人民币计价，5 月中国进出口贸易总额 2.47 万亿元，同比下降 4.9%，其中出口 1.46 万亿元，同比增长 1.4%，增幅较上月大幅回落 6.7 个百分点；进口 1.01 万亿元，同比下降 12.7%，降幅扩大 2.5 个百分点；当月实现贸易顺差 4427.5 亿元，较上月增长 39.2%。1-5 月，中国累计出口 6.2 万亿元，同比下降 4.7%；累计进口 5.34 万亿元，同比下降 5.2%；实现贸易顺差 8598.1 亿元，同比减少 1.2%。

图 6：以人民币计，5 月出口同比增长 1.4%，进口同比下降 12.7%（%，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

从国别看，对东盟进出口同比增长，对欧盟、美国和日本进出口下降，使得中国对外贸易顺差扩大或逆差缩小。1-5 月，东盟为中国第一大贸易伙伴，双方进出口贸易总额 1.7 万亿元，同比增长 4.2%，其中，中国出口 9366.2 亿元，同比增长 2.8%；进口 7598.6 亿元，同比增长 6%；实现贸易顺差 1767.6 亿元，同比减少 9%。欧盟为中国第二大贸易伙伴，双边贸易总额 1.61 万亿元，同比下降 4.4%，其中，中国出口 9688.2 亿元，同比下降 1%；进口 6373.2 亿元，同比下降 9%；实现贸易顺差 3315 亿元，同比增加 19.1%。美国为中国第三大贸易伙伴，因近一段时间中美紧张局势升温，也对双方贸易产生了一定影响，双方贸易总额 1.29 万亿元，同比下降 9.8%，其中，中国出口 9643.9 亿元，同比下降 11.4%；进口 3218.4 亿元，同比下降 4.5%；实现贸易顺差 6425.5 亿元，同比减少 14.5%。日本为中国第四大贸易伙伴，双方贸易总额 8463.6 亿元，同比下降 0.3%，其中，中国出口 3961 亿元，同比增长 1.6%；进口 4502.6 亿元，同比下降 1.8%；录得贸易逆差 541.4 亿元，同比减少 21.1%。

商品出口方面，机电产品和服装等出口下降，纺织品出口增长。1-5 月，机电产品出口 3.64 万亿元，同比下降 4%，其中自动数据处理设备及其零部件出口 5086.1 亿元，同比增长 1.8%；手机出口 756.5 亿元，同期下降 5.6%。但同期，因疫情影响，包括口罩在内的纺织品出口 4066.6 亿元，同比增长 25.5%，较 1-4 月增幅进一步扩大，其中 5 月纺织品出口同比大幅增长 77.3%，增幅较 4 月提高 28.1 个百分点。进口方面，5 月原油、铁矿石等大宗商品进口量增加，同比分别增长 19.2%、3.9%，但在进口价格下跌的情况下，进口额分别下降 55.1%和 2%，其中铁矿石进口同比大幅下降，进口额同比则由正转负。另外大豆进口量同比增长 27.4%，进口额同比增长 25%。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：央行本周净回笼 4500 亿元，资金面再度紧张

1）央行的公开市场操作

本周（6 月 1 日-6 月 5 日），央行累计进行逆回购操作 2200 亿，逆回购到期 6700 亿，公开市场本周净回笼 4500 亿元。下周（6 月 8 日-6 月 12 日）央行公开市场将有 2200 亿元逆回购到期，分别为 6 月 11 日到期 700 亿元，6 月 12 日到期 1500 亿元，6 月 6 日另有 5000 亿元 MLF 到期，该批 MLF 将顺延至 6 月 8 日。据此统计，下周央行公开市场将有 7200 亿元到期资金。

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	100	1200	2400	3000
7 天	0	0	0	700	1500
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	0	-100	-1200	-1700	-1500

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

本周资金面再度紧张，周一一改跨月时的紧张态势，主要期限资金价格有不同程度回落，隔夜回到 1.65%附近。但是周二由松转紧，午后资金紧张状态愈演愈烈，不少机构开始融入资金，一时间供不应求，价格不断走高，隔夜攀升到+50bp 附近，7d 价格回升到 1.7%附近，周三一早资金仍紧，下午趋松，周四也保持先紧后松的态势，早盘隔夜加权价格维持在 2%附近，隔夜价格与 7d、14d 明显倒挂，下午逐步宽松，隔夜开始减点出，而后至周五进一步宽松。

表 2：本周货币市场利率

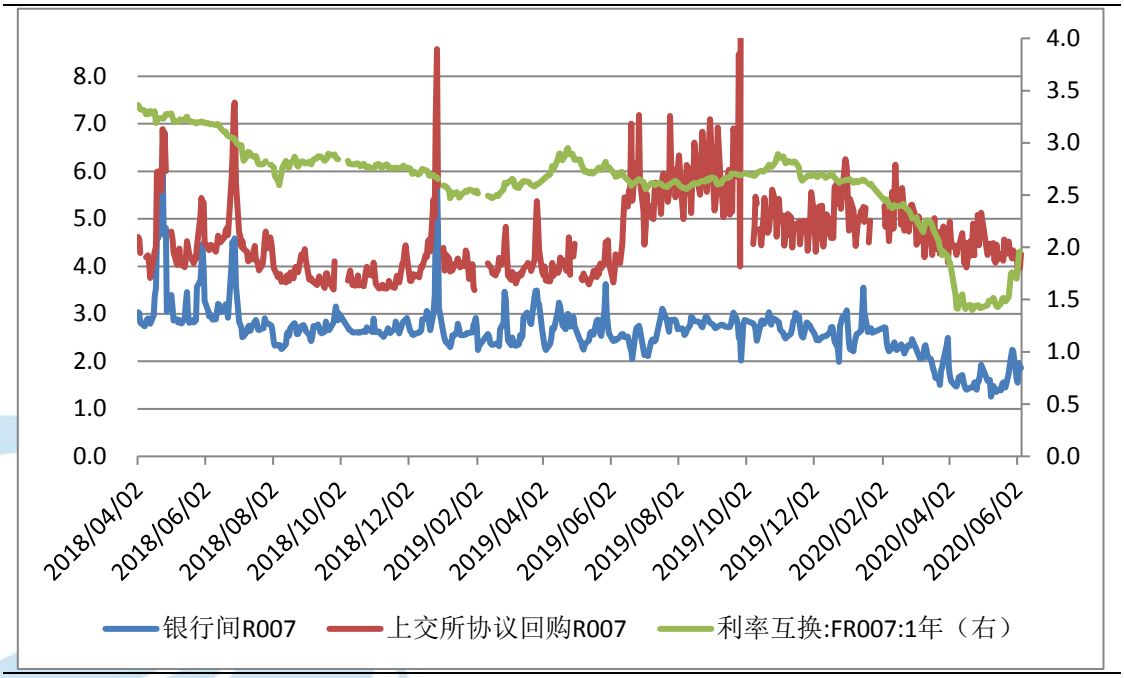
市场	代码	周一（%）	周二（%）	周三（%）	周四（%）	周五（%）
银行间回购	R001	1.6446	1.5313	1.9259	1.9869	1.6131
	R007	1.6258	1.5506	1.9644	1.8981	1.8635
	R014	1.6891	1.5484	1.9877	1.9021	1.9368
	R021	1.8507	1.6890	1.8036	2.0487	2.2751
	R1M	1.5849	1.6472	2.2266	1.9682	1.9628
上交所协议回购	206001	5.2570	4.1840	4.0180	4.3120	4.3200
	206007	4.2000	3.9450	4.1840	3.9540	4.2580
	206014	5.8740	4.6750	4.8410	5.0150	5.2020
	206021	5.3710	5.7350	5.3060	4.1810	5.3590
	206030	6.4240	6.4770	5.5860	5.8320	5.4470
利率互换定盘：1Y	FR007	1.7004	1.7920	1.9432	1.9602	1.9600

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

下周累计有 2204 亿元政府债券达到缴款日期，有 2200 亿元逆回购到期，下周一有 5000 亿元 MLF 到期， 6 月是传统资金紧张月份，政府债券集中发行、大额 MLF 到期回笼更增添了今年 6 月流动性的不确定性，必要时离不开央行的支持，后续央行适时加大流动性投放是可以预期的，甚至降准的可能性也不能排除。但即便如此，流动性最充裕的阶段可能也已经过去了，货币市场利率中枢难再回到 4 月水平。

图 7：本周资金面边际收敛（%）



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：

1）利率债走势复盘

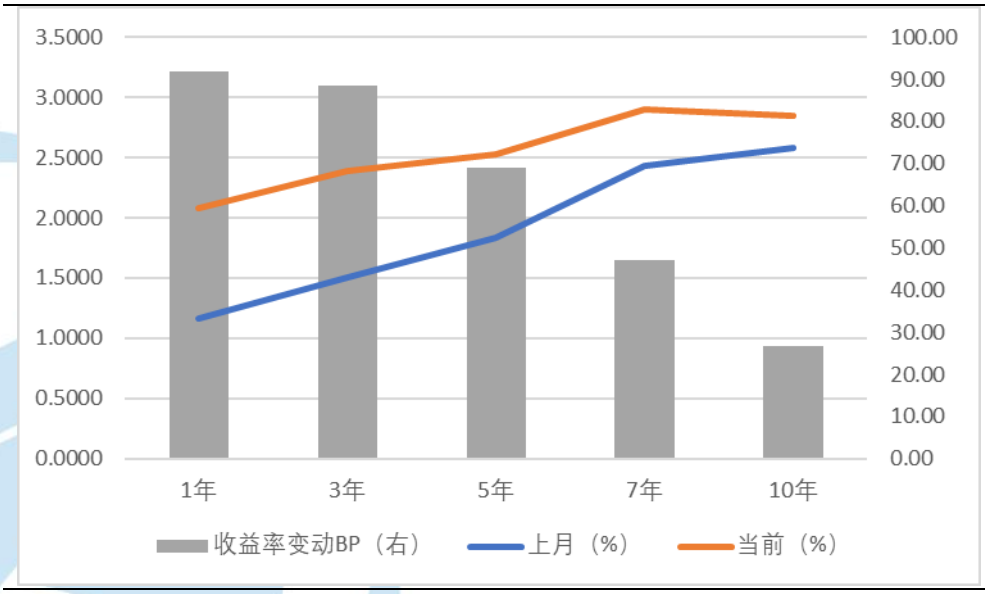
本周，各期限国债期货价格均下降。5 年期国债期货主力合约 TF2006 价格为 102.1000，较上周下降 1.28%。10 年期国债期货主力合约 T2006 价格 100.7200，较上周下降 0.90%。2 年期国债期货主力合约 TS2006 价格为 101.3650，较上周下跌 0.55%。

本周，债市遭遇基本面、资金面、监管面等多方面利空冲击，债券市场连续恐慌性下跌，各期限收益率均大幅上行，短端调整幅度大于长端。周一，资金面全面宽松，隔夜及 7 天资金利率较上周回落近 50bp，开盘收益率小幅下行，但是由于周末中采 PMI 以及周一的财新 PMI 均好于预期，加之 A 股开始放量上涨，特别是金融及地产等周期性行业涨势良好，使得债券收益率再度转而上行，国债期货收盘后，外媒消息称中国暂停采购部分美国大豆，受此消息影响现券收益率高额日回落 4bp，后又转而上行 2bp，全天 10 年国开债活跃券 200205 上行 2.25bp 至 3.0125%；周二，资金面再度收紧，加之前一日晚间新闻称央行创新工具直接购买银行小微贷款，以及下午传言大行被指导要求回购资金利率不宜太低，令债券市场情绪再度恐慌，全天 200205 上行 8.25bp 至 3.095%，5 年期的 200203 上行 18.5bp，3 年的 200202 上行 22bp，1 年的 200206 上行 23bp；周三，早盘资金面依旧紧张，临近午盘才逐渐宽松，央行副行长潘功胜答记者问称创设新的工具与现有货币政策工具并不矛盾，这一消息打消了市场对央行使用宽信用工具替代降准的担忧，全天 200205 下行 1bp 至 3.085%；周四，资金面转松，午后大量减点融出，然而开盘前即有消息称，“部分企业低成本通过票据、债权或贷款进行融资，又将自有资金存入结构性存款获利。”并提到了央行副行长

潘功胜 6 月 2 日表示：“金融机构要防范道德风险和金融风险，比如说资金的空转，现在利率比较低，要防止出现资金的套利等。”“资金空转”这个词是在 2013 年和 2016 年均为高频词汇，为应对资金空转的现象，这两年货币政策均明显收紧，因此这个词再度出现，引发债券市场恐慌性下跌，全天 200205 上行 5.63bp 至 3.1413%。周五，全天资金面呈宽松状态，消息面平静，但是债券市场情绪仍旧悲观，资金面间歇性收紧以及央行作壁上观的态度，使得投资者的预期开始发生变化，债券市场转熊的讨论也越来越多，各期限收益率依旧上行，全天 200205 上行 2.37bp 至 3.165%。全周 10 年国债活跃券 190015 较上周上行 18bp 至 2.86%，较此前低点 2.4675%已上行近 40bp；10 年国开债活跃券 200205 较上周上行 17.5bp 至 3.165%，较此前低点 2.815%上行 35bp。

从期限利差上看，本周国债 10-1 利差大幅缩窄至 77bp，国开 10-1 利差缩窄至 95bp。一年国开上行幅度达 43bp，一年国债上行达 48bp，导致曲线连续第二周熊平。经过本周的调整，期限利差来到近一年的正常水平，这意味着期限利差对长端的保护将减弱。

图 8：各期限国债收益率均上涨，期限利差缩窄



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，10 年美国国债收益率报 0.9100%，较上周上涨 26BP，3 个月美国国债收益率报 0.1500%，较上周上涨 1BP，1 年美国国债收益率报 0.1800%，较上周上涨 1bp。

图 9：各期限美国国债收益率均上涨（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2）利率债展望

近期收益率的波动更多地是源于市场对于货币政策预期的改变，而不是受到基本面和货币政策本身的驱动。近期投资者们确实观测到公开市场操作的一些变化，以及随之而来的资金利率的抬升，但是这种变化背后的政策意图是近期监管层提及到“防止资金空转”，而不是货币政策的转向。

前期利率下行太快，主要是由于 4 月 3 日，人民银行将超额准备金利率由 0.72%下调至 0.35%，不少投资者认为该项政策的意图是进一步向下压降 R001 等资金利率，并因此形成了货币政策会进一步大幅放松的不理性预期。然而该项政策的真实意图是提高银行持有资金的机会成本，推动银行提高资金使用效率，促进银行更好地服务实体经济特别是中小微企业。换句话说，该项政策主要目的是为了将资金“赶”到实体经济去，而不是无限压低 R001 等利率，因此不久后 R001 等利率的中枢再度提高也是非常正常的，毕竟资金利率过低会引发金融市场的套利的行为，这也就解释近期大行频频受到提高回购利率的指导原因。

那么央行合意的资金利率水平，我们还是需要以 OMO 利率为主要参考依据，7 天逆回购利率为 2.2%，预计合意的隔夜利率水平应在 1.5%左右，如果隔夜水平要重新回到 1.5%，整体收益率曲线需要按照 1.5%的隔夜去重新定价。

4 月以来政策的取向一直是“稳健的货币政策要更加灵活适度”，并没有发生实质性的转变，期间部分投资者对于政策“先是过松后是过紧”的预期都是不太理性的。从根本上讲，货币政策由经济基本面决定，而这次疫情对经济社会影响的强度超乎大多数人的预期，市场主体恢复生产、稳定经济增长的所需的时间可能比原来预计的要长得多，也困难得多，经济下行压力依然较大，降低企业融资成本等方面都需要维持较低的水平，而且最近利率大幅上行，更不利于企业和财政方面融资的展开。那么，目前货币政策不具有大幅转向的基本面支持。

市场情绪的改善，依然需要央行释放积极信号，那么市场利率下行空间就可以打开。我们还是相信后期央行会有更进一步的信号来传递宽松的预期，并平复市场的无序恐慌。

2.3 存单与信用债分析：资金面紧张延续，资金利率上行，各期限存单及信用债收益率大幅上行

1）一级市场发行

本周同业存单发行量较上周有所下降，本周存单发行量约 1,142.50 亿元，较上周发行量下降了 61.9%。本周存单到期量为 2,763.50 亿元，较上周到期量下降了 17%。

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 1,445.97 亿元，较上周环比下降 53.5%。

2） 二级市场走势及信用利差

各期限存单收益率均上升，1M 存单收益率较上周上涨 51.4bp，3M 期存单收益率较上周上涨 37.32bp，6M 期存单收益率较上周上涨 41.47bp，9M 期存单收益率较上周上涨 50.7bp。

信用债二级市场方面，信用债各等级及各期限收益率均暴涨，AAA 级 1 年期、AAA 级 3 年期、AAA 级 5 年期较上周分别上涨 51.54bp、上涨 39.86bp、上涨 33.57bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别上涨 51.54bp、上涨 39.86bp 、上涨 28.57bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别上涨 50.54bp、上涨 31.86bp、上涨 31.36bp。

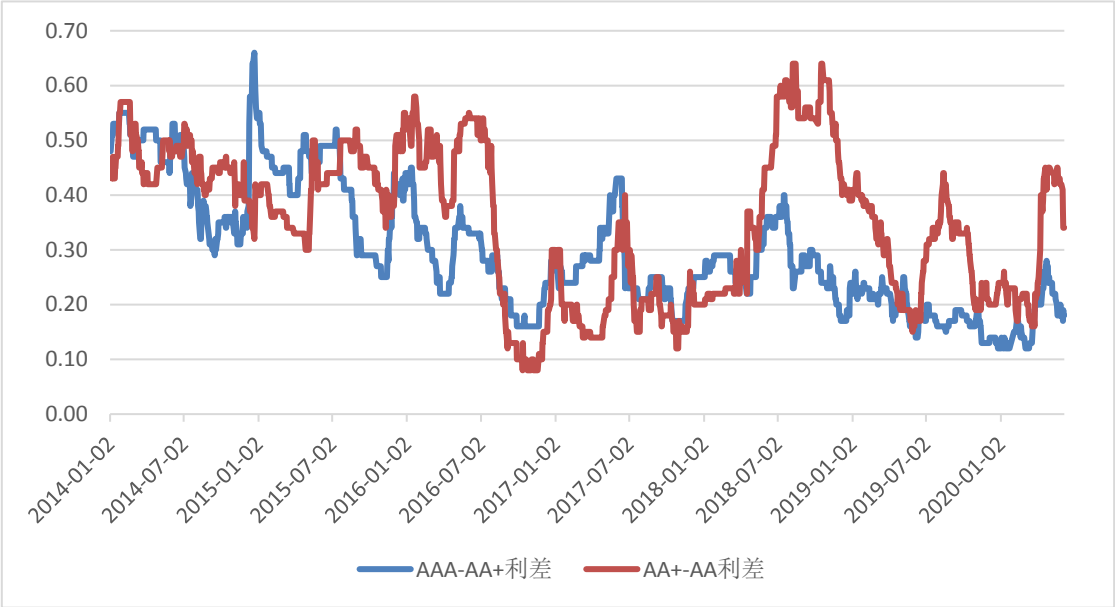
表 4：信用债各期限收益率水平

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	2.534	2.90%	51.54
信用债(AAA):3 年	3.1335	12.50%	39.86
信用债(AAA):5 年	3.606	17.20%	33.57
信用债(AA+):1 年	2.694	3.10%	51.54
信用债(AA+):3 年	3.314	10.10%	39.86
信用债(AA+):5 年	3.916	16.30%	28.57
信用债(AA):1 年	3.034	5.00%	50.54
信用债(AA):3 年	3.654	9.40%	31.86
信用债(AA):5 年	4.296	13.00%	31.36

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，中低评级信用利差小幅收窄，AAA 与 AA+信用利差较前周无变化，AA+和 AA 之间的利差较前周收窄 8bp 至 34bp。

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

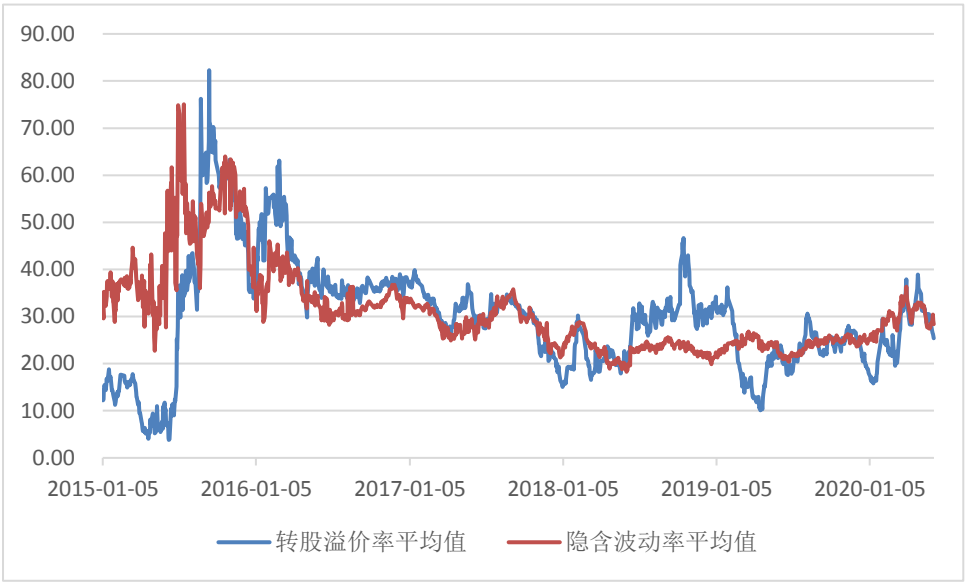
2.4 可转债分析：转债随权益小幅上涨，但整体表现依旧弱于权益市场

1）可转债的走势复盘

本周权益市场迎来强劲反弹，主要股指均上涨。上证指数本周上涨 2.75%，深证成指本周上涨 4.04%，创业板指本周上涨 3.82%，中小板指本周上涨 4.83%，成长风格类板块相对于价值风格类板块表现占优。可转债市场跟随权益市场小幅上涨，本周上证转债上涨 0.55%至 310.35，深证转债上涨 0.11%至 237.53，中证转债上涨 0.41%至 343.32，总体来看本周转债市场表现依然弱于权益市场。其中，振德转债、龙蟠转债、新泉转债、科森转债、溢利转债等领涨，国轩转债、广电转债、英科转债、盛路转债、金牌转债等跌幅居前。一级方面，本周有七只新债发行，分别是家悦转债、益丰转债、今天转债、楚江转债、万青转债、宝通转债、飞鹿转债，一级市场发行和审批节奏明显加快。

从近五年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，本周转股溢价率继续回落，隐含波动率处于震荡区间，转债市场整体估值水平持续下降，调整后，当前市场平均估值仍处于相对较高位置。

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

在业绩真空期下，权益市场主要面临三方面变量，国内外经济复苏预期、货币政策边际变化以及中美关系在政治层面博弈状态。中短期三方面变量都存在较大的不确定性，所以可以发现，医药、消费等业绩相对确定的板块龙头公司市值不断创新高，结构性行情明显。在本轮转债估值压缩后，转债市场各价位的估值水平仍处在较高的历史分位点，这很大程度上是因为前期转债市场的高估值是从 2019 年下半年以来长期累积的结果，短时间的估值主动压缩并不足以将这部分处在异常高位的估值完全消耗。

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。

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：短期以震荡为主 建议关注汽车、国防军工及影视

1） 权益市场走势复盘

本周市场超预期上行：周一两市高开高走，在量能明显放大的推动下大幅上涨，并突破前期高点，随后几个交易日股指维持高位震荡。上证综指最终报收于 2930.80 点，全周上涨 2.75%；深圳成指和创业板指本周分别上涨 4.04%和 3.84%。本周两市合计成交 3.84 万亿元，环比上周放大逾三成。

作为六月首个交易日，周一两市出乎预期放量上行，改善了投资者情绪。随后，地摊经济、海南自贸港等概念板块持续活跃，尤其是地摊概念股中大量公司在缺乏实质业绩支撑的情况下却连续涨升，市场风险偏好回升。目前，上证指数成功站上半年线，并位于中短期均线上方，技术特征出现好转。

图 12：上证指数站上 2900 点 市场情绪改善



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

本周美股集体大涨，道指本周周涨 6.81%，报 27110.9800 点。纳指报 9814.0800，本周周涨 3.42%，标普 500 指数报 3193.9300，本周周涨 4.91%。

6 月，美国股市依旧顽强上冲，周初连续三日上涨，6 月 4 日，美股三大指数涨跌互现，纳斯达克指数和标普 500 指数终结四连涨走势，但是 6 月 5 日，美国 5 月非农就业数据表现强劲，令美股大涨，其中道指一度涨超 1000 点，纳指再创历史最高纪录。从股市和实体经济来看，股市等金融资产明显与经济增长基本面脱节，2020—2021 年全球 GDP 预估损失可能高达 10 万亿美元，然而全球股市市值却在同期增长了近 15 万亿美元。美国方面，美股基本上扳回了 3 月的跌势，回到疫情暴发前的水平。

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

外部风险因素超预期缓和推动了两市反弹。五月以来，中美摩擦升级再度成为市场风险点。市场此前较为悲观，人民币汇率、港股等均出现了较大下跌，人民币汇率曾一度跌至 7.19，A 股也受到抑制而震荡调整。上周五，特朗普召开新闻发布会公布了新一轮不友好措施，具体包括取消香港的特殊贸易地位、制裁“有损香港自治”的官员、暂停被认定为有损美国国家安全的中国留学生入境、对在美国资本市场上市的中国企业进行调查等等。所公布措施低于市场预期，摩擦升级风险显著降低，随之周一港股大幅反弹，人民币汇率持续回升。

在外部风险缓和的情况下，北向资金大规模回流 A 股。Wind 数据显示，周一港股通北向资金 104.86 亿元，本周五个交易日全部为净流入，合计流入金额达到 240.51 亿元。截至 6 月 5 日，北向资金累计净流入金额达到 10830 亿元，超过了 2 月时的高点，创出新高。

国内方面，宏观经济持续恢复，整体向好但同时困难并存。5 月制造业 PMI 50.6%，较上个月回落 0.2 个百分点；非制造业 PMI 为 53.6%，较上个月上升 0.4 个百分点。制造业景气程度连续三个月位于荣枯线上，非制造业商务活动指数也持续回升，表明当前随着复工复产的持续推进，国内经济运行恢复势头稳中向好。不过，部分分项指标，如新出口订单指数和进口指数为 35.3%和 45.3%，虽较前月回升 1.8 和 1.4 个百分点，但仍位于历史较低水平，外部需求疲软；从业人员指数为 49.4%，较前月 50.2%环比回落了 0.8 个百分点，表明当前就业问题形势较为严峻。

从近期政府释放的信号来看，货币政策在延续宽松大方向的同时，将从前期为应对疫情冲击进行的大规模宽松阶段，逐步向常态化宽松回转，表现为宽松的力度减弱和节奏放缓。利用创新手段疏通货币政策传导渠道，引导资金直达实体企业或将成为政策下一阶段的重点。央行在 6 月 1 日推出了普惠型小微企业贷款延期支持工具及普惠型小微企业信用贷款支持计划，前者是央行通过提供激励资金的方式鼓励地方法人银行对普惠小微企业贷款“应延尽延”；后者是央行使用 4000 亿元再贷款专用额度，按照一定比例购买符合条件的地方法人银行业金融机构普惠小微信用贷款，促进银行加大小微企业信用贷款投放。推动资金直达实体意味着政府希望缩短货币政策的传导链条，金融系统作为传导链条的中间环节，其流动性可能面临一定程度的利空，债市近期相应出现了一轮调整。

海外疫情拐点显现，美股快速进入风险偏好模式，对 A 股风险偏好有正面引导。在极度宽松的货币政策下，美股自三月以来开启了最快反弹模式，目前纳指已逼近历史高点；标普 500 指数也距历史高点不足 7%的空间。美元的极度宽松，还有利于海外热钱流入新兴市场。近两周港元汇率持续位于强买区，热钱流入香港的迹象显现，部分资金有望通过港股通流向 A 股。不过，虽然美国就业数据超出预期，显示复工带动了经济恢复，但是近期全球疫情新增病例呈上行趋势，各国的复工有可能引发疫情二次爆发风险。

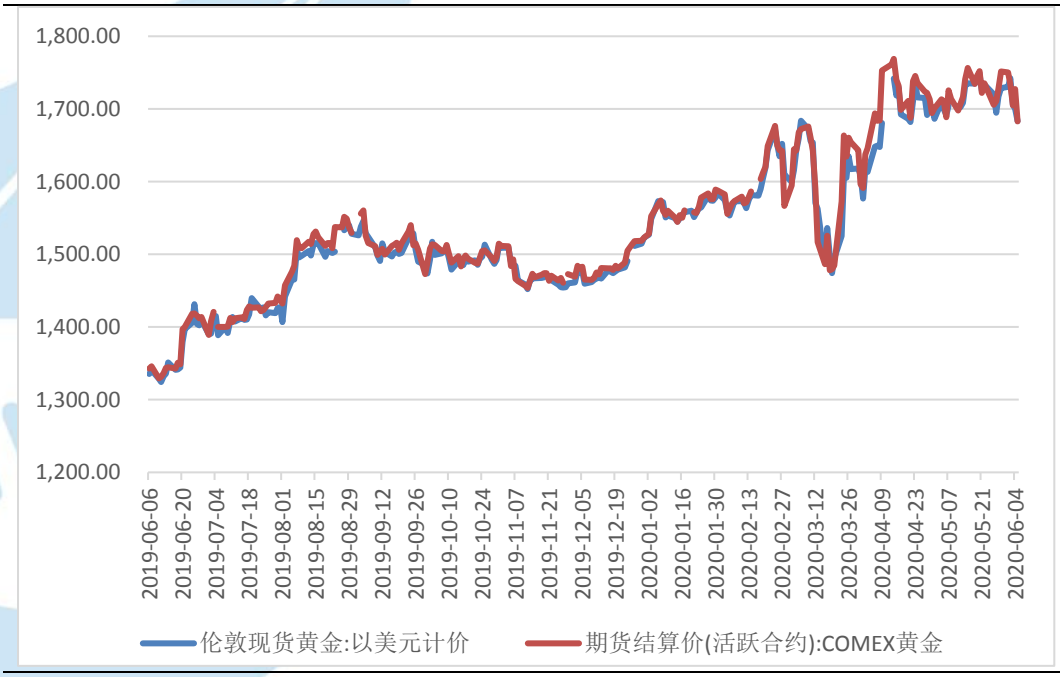
如上，国内经济在恢复但困难仍多，为 A 提供的向上推动力或有限，短期内外部风险缓和对 A 股影响正面，但仍存海外疫情二次爆发风险。综合来看，我们认为市场短期或以震荡为主。

策略上，过度悲观和过度乐观皆不宜，关注结构性机会。板块配置方面，建议关注汽车、国防军工，此外受疫情影响严重的影视行业近期呈复苏迹象，建议关注。从估值角度看，成长股与价值股的估值比进入历史高位期间，风格切换或不期而至，低估值龙头值得坚守。

3.2 黄金市场分析：受美国 5 月失业率数据好于市场预期等因素提振，市场风险情绪改善，以及部分投资者获利了结，金价失守 1700 美元关口

受到疫情管控措施放松、乐观的经济数据、美股股市连续上涨等利好因素影响，投资者避险情绪下降，同时一些投资者出于获利了结，金价本周下跌。周五，COMEX 黄金期货结算价大跌 44.4 美元，跌幅 2.57%，报于 1683 美元/盎司，全周累计跌幅 3.92%；伦敦现货黄金价格下跌 16.6 美元，跌幅 0.98%，报于 1683 美元/盎司，全周累计跌幅 2.62%。

图 14：因市场情绪改善，金价本周下跌（美元/盎司）

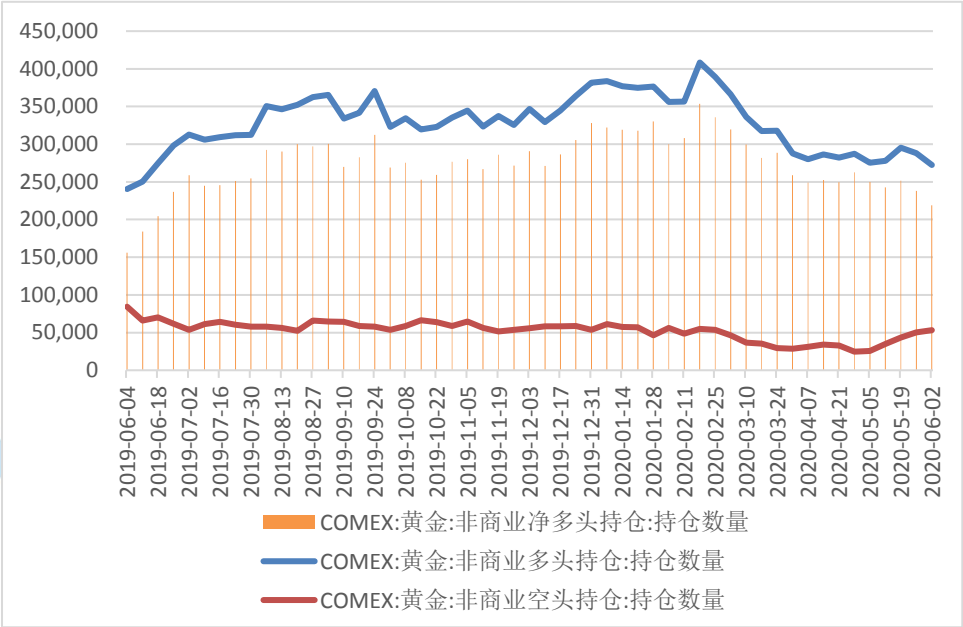


资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

近期金价连续上涨后，特别是涨至每盎司 1700 美元后，显示出疲软态势，本周金价再次跌至 1700 美元以下。周一，受到中美之间摩擦加剧以及美国发生针对种族主义抗议活动的支撑，现货金价格上涨，美元指数跌至 3 月中以来最低，也支撑了金价上涨。周二和周三，一方面因部分投资者获利了结，我们看到截至 6 月 2 日当周 COMEX 黄金净多头持仓已连续两周出现下降，同时全球最大的黄金上市交易基金 SPDR Gold 持金量周三升至 1133.37 吨的 2013 年 4 月 19 日以来最高水平后开始下降，另一方面股市因对各大经

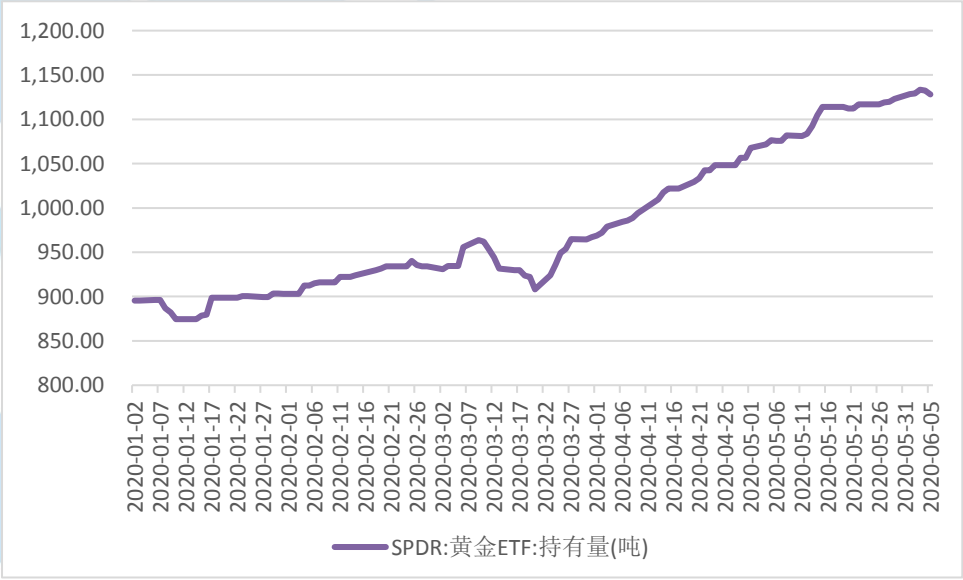
济体放松封锁措施的乐观情绪而上涨，美国等股市上涨，从而对经济重启的乐观情绪盖过了对中美贸易紧张局势和美国抗议活动的担忧，金价连续下跌，跌幅超过 2%。周四，因低迷的美国贸易数据导致的悲观情绪超过劳动力市场数据和对经济反弹带来的乐观情绪，加上美元回落，金价上涨逾 1%。周五，由于强于预期的美国非农就业数据提振了全球经济复苏的希望，降低了对避险资产的需求，金价下跌逾 2%。

图 15：部分投资者获利了结，黄金净多头持仓已连续两周下降（张）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 16：SPDR 持金量在周三升至 2013 年 4 月以来最高水平后开始下降



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

尽管受一些乐观经济数据所带来的避险情绪下降导致本周金价下跌，但金价的整体走势是积极的，整体市场环境没有发生根本变化，主要是因为新冠疫情引发的经济不确定性仍未消除以及全球央行的一系列

刺激措施，主要经济体基准利率处于历史低位，且央行正在实施超大规模的量化宽松政策。因此市场仍有一些因素推动金价进一步上涨：首先，本周五美国非农报告发布的 5 月失业率从 4 月的 14.7%大幅降至 13.3%，大出市场意外，但这一数字仍处于历史较高水平，上周美国公布的初次申请失业金人数仍有 188 万人，自 3 月中旬以来累计全美已超过 4000 万人申请失业金，这表明美国经济仍处于严重衰退区间。其次，由于愈发担心经济萎缩程度更加严重，一些国家已经或正在推出更大规模的应对措施，如本周欧盟计划将把债券购买计划规模大幅扩大至 1.35 万亿欧元，另外有媒体报道称随着美国二季度经济将陷入深度衰退以及前期总额 1.6 万亿美元的经济纾困资金即将耗尽，美国政府原本在本周开始讨论和拟定下一轮经济刺激计划，规模最高 1 万亿美元。最后，除了需关注下周的美联储会议外，还需要关注美国各地抗议活动将会持续多久，因为这些抗议活动已经造成某种程度的商业活动停摆，或将最终拖慢经济复苏的步伐。

3.3 原油市场分析：OPEC+延长减产时间、美国失业数据强于市场预期，原油供需基本面预计继续得以改善，本周油价继续暴涨，布伦特油价涨破 40 美元/桶

OPEC+主要产油国基本同意将本月底结束的历史性减产协议再延长一个月，以及周五公布的美国 5 月失业率数据表明疫情影响最坏的时期可能已经过去，各国经济及原油需求正在逐渐恢复，使得国际原油价格得到进一步强力提振，本周油价继续暴涨。周五，布伦特原油期货 8 月合约结算价大涨每桶 2.49 美元，或 5.78%，收报于每桶 42.3 美元，全周累计暴涨 19.73%；美国 7 月 WTI 原油期货大涨每桶 1.86 美元，或 5.72%，收报于每桶 39.55 美元，全周累计暴涨 11.44%。在 4 月 20 日当周布伦特原油价格跌破 20 美元/桶的 21 年低点、美国原油价格更是历史首次跌至负值后，原油价格连续上涨，截至目前油价连涨六周，布伦特原油涨破 40 美元/桶，为 3 个多月以来的高位。

图 17：本周油价继续暴涨，布伦特油价已涨破 40 美元/桶（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

除周一美国原油小幅下跌外，其他交易日油价均实现上涨。周一，由于中美紧张局势加剧、公布的制造业数据显示亚洲和欧洲工厂举步维艰使得投资者增加对经济的担忧和对原油需求复苏的担忧，原油期货承压，但是石油输出国组织(OPEC)与俄罗斯接近就延长当前减产措施达成一致意见，又对油价产生提振作用，因此当天油价整体上变化不大，周一是布伦特原油 8 月合约交易的第一天，涨幅 8%与标的切换有关。周二，投资者认识到 OPEC 实际上的领导国沙特和非 OPEC 主要产油国俄罗斯都同意延长目前 970 万桶/日

的减产协议，考虑的选项是在 6 月结束后再延长至 7 月或 8 月，这使得主要产油国预计在周四举行的视频会议上同意延长减产协议执行期的预期大增，油价当天大涨。周三，尽管包括在内沙特和俄罗斯的 OPEC+已初步同意延长减产协议，但延长的时间仅至 7 月底，将目前的减产协议仅延长一个月，低于市场预期，同时伊拉克等一些国家 5 月减产执行力不够导致将原定于 6 月晚些时候举行的政策会议提前到本周四召开出现变数，均对油价产生承压，周三和周四油价仅录得小幅上涨，不过周三盘中油价曾一度升穿每桶 40 美元，后又回落。俄罗斯和沙特对美国页岩油复苏的担忧，是仅支持延长大幅度减产至 7 月，而非同意延长更久的主要原因，有迹象表明美国页岩油已出现反弹。另外，由于部分国家 5 月减产执行不力，OPEC 成员国沙特、科威特和阿联酋已改变之前计划，不打算在 6 月之后再额外自愿减产 118 万桶/日，也是油价涨幅不大的一个原因。周五，由于一些对现有减产协议执行不力的国家可能已同意兑现减产承诺，OPEC+同意在本周六召开部长级会议，以就延长减产协议做出决定，同时美国劳工部当天公布的数据显示 5 月失业率意外下降，超出市场预期，表明经济及其带来的原油需求正在恢复，油价出现大涨。

尽管 OPEC+基本同意延长现有减产协议到 7 月底以及放松疫情封锁带来的需求回暖将继续支撑油价上涨，但是应该看到，随着油价回升至每桶 40 美元左右，越来越多的国家的减产意愿没有以前那么强烈，原来计划在协议外自愿减产的一些国家也放弃减产计划，减产存在不确定性，未来油价仍可能承压。原因有：一是美国页岩油生产商的损益平衡价位约为每桶 50-70 美元，估计今年 2-4 月期间油价崩跌已促使美国页岩油产量锐减多达 200 万桶/日以上，而如果油价上涨过多将导致美国页岩油产量反弹；二是疫情在一些新兴经济体国家爆发后，全球疫情有恶化趋势，一些国家过早放松封锁措施也可能导致二次疫情出现，均给全球经济及燃料需求带来不确定性；三是油价低迷时期积累的全球库存仍然庞大，市场需要一定的时间进行消化。

3.4 黑色产业链分析：受下游需求的提振，黑色系产品价格继续上涨，焦炭本周大涨

受下游行业需求提振，本周黑色系产品价格均上涨，其中焦炭大涨。周五，螺纹钢期货主力合约结算价格较上周上涨 70 元/吨或 1.98%，至 3603 元/吨；焦炭大涨 90 元/吨或 4.81%，至 1959.5 元/吨；焦煤上涨 7 元/吨或 0.6%，至 1166.5 元/吨。

图 18：焦炭价格大涨，螺纹钢、焦煤也有不同程度上涨（元/每吨）



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

为提振国内需求及经济，政府一方面着力推进各个行业的复工复产，另一方面加大力度实施积极的财政政策，仅 5 月各级地方政府发行新增债券 10398 亿元，其中新增专项债近 1 万亿元，而到 5 月底，今年以来财政部提前下达的 22900 亿元新增专项债额度中，地方已实际发行专项债 21502 亿元。由于专项债主要用于国内基建项目，5 月专项债的大规模发行对下游螺纹钢的需求具有明显拉升作用，从而拉动螺纹钢价格连续上涨。受下游行业需求的提振，近期国内螺纹钢产量和高炉开工率一直保持高位，本周螺纹钢产量继续增长，同时螺纹钢库存继续下降。螺纹钢本周总产量较上周仅小幅增加 1.39 万吨至 395.4 万吨，处于一个较高的历史水平上，但增幅继续下降，说明螺纹钢产量已十分接近阶段性峰值，未来有较大的可能性出现下降。同时，螺纹钢库存也继续下降，整体较上周大幅下降 50.28 万吨至 1057.61 万吨，其中社会库存减少 29.21 万吨至 773.52 万吨，厂库存减少 21.07 万吨至 284.09 万吨，这是厂库上周以外增加后再次出现减少，上周厂库增加可能与当周正在召开的“两会”有关，不过螺纹钢库存仍高于去年同期的 760 万吨左右的水平。两者合计可知，本周螺纹钢的表观消费量为 445.68 万吨，比上周增长 17.76 万吨。随着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较强，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，这将抑制螺纹钢的涨幅。

焦炭焦煤方面，焦化企业经过上一月前后两轮共 100 元/吨的提涨，以及目前第三轮提涨准备落地，同时上游钢厂的高炉开工率和产量一直保持高位，对焦炭需求旺盛，在此情况下，焦企心态乐观，开工率持续上升，拉动焦炭价格持续上涨，本周价格更是大涨。焦化企业本周开工率已增加至 71.83，较上周上升 0.9 个百分点；焦炭库存继续下降 7.99 万吨至 44.37 万吨，略高于往年同期库存水平。本周焦煤期货价格保持稳定，背后可能的原因：一方面，近期国家收紧焦煤进口政策，尤其是来自澳大利亚的焦煤进口，这有利于国内焦煤的需求并提振价格，但另一方面，国内焦煤供应将整体持续增加，叠加下游焦企限产力度有所加大，焦煤需求受到牵制，对焦煤价格产生承压。一好一坏，使得焦煤价格变化幅度并不大。值得注意的是，本周五黑色价格冲高后出现大幅回落，此前黑色产品价格已连续上涨六周，且螺纹钢产量有达到高峰的迹象，因此除了警惕价格高位震荡之外，应更多关注价格可能的冲高回落。

3.5 人民币兑美元汇率分析：人民币汇率强势反弹，展现韧性

本周，人民币兑美元汇率中间价报 7.0965，较上周上调 0.49%。即期汇率报 7.0866，较上周上调 0.82%。

6 月 1 日，离岸人民币汇率较上周周内低点反弹逾 300 点。另一方面，国际市场炒作欧元区将推出复苏基金并发行共同债券，导致国际市场美元指数破位下行，一度跌破 98 关口，支撑人民币反弹。周三，离岸人民币对美元下挫逾 80 点，但是周五，离岸人民币又上演凌厉攻势，汇价从 7.12 附近掉头拉升，最多时涨超 350 点，最高至 7.0819。

短短两周，人民币汇率就在 7.1 到 7.2 之间完成了一次惊心动魄的“折返跑”。在继续保持弹性的同时，人民币汇率再一次展现出韧性。汇率的韧性源于基本面。事实上，5 月底人民币对美元汇率走势有悖于基本面表现，决定了贬值不可持续。一方面，得益于较早较好控制住疫情，中国经济率先恢复，并且受益于最新出台的政策支持，经济表现可能好于其他主要经济体。另一方面，在非常时期，我国加大了政策逆周期调节力度，出台了一些非常举措，稳健货币政策取向没有发生变化，中美利差处于历史较高水平。无论是经济增长的差异，还是政策环境的不同，都不支持人民币对美元持续贬值。

人民币汇率在急贬后急升，证明之前贬值并非受基本面等趋势性影响因素驱动，而是由阶段性因素引起的，主要原因在于中美关系的再度紧张。往后看，由美元走强形成的人民币贬值压力可能减弱。因疫情

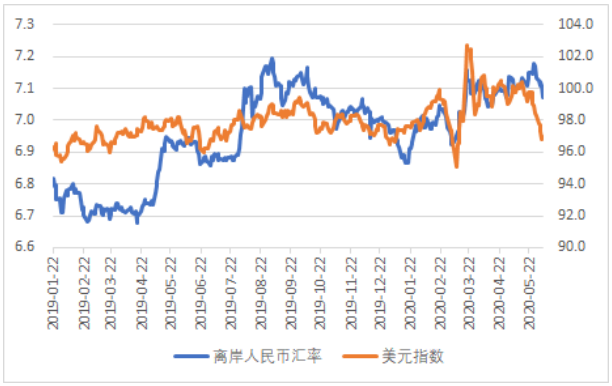
冲击趋缓，全球金融市场风险偏好重新抬头，降低了避险美元的吸引力。与此同时，美联储实施超大规模货币宽松，也削弱了强势美元的基础。自 5 月 26 日以来，国际市场上美元指数出现了一轮罕见的连续下跌。截至 6 月 5 日美元指数已从 100 附近跌至 97 以下。中国经济形势、政策环境的表现，将为后续人民币汇率走势提供支撑。人民币汇率将有望重新回到“7”附近展开双向波动。

图 19：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 20：离岸人民币汇率本周反弹



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

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	面对疫情，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。