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：010-59562539
邮箱：guihr@avicsec.com

金融市场分析周报
（2020.05.04-2020.05.08）

摘要

- **新冠肺炎疫情：**截至 5 月 8 日，全球新冠疫情累计确诊病例已超 400 万例，较上周（5 月 1 日）新增 60.9 万例，创下疫情爆发以来的单周新高；累计死亡病例 27.6 万例，新增 3.7 万例；确诊超过 5 万例的国家有 15 个，比上周增加 3 个，说明新冠肺炎疫情仍处于高峰期。美国仍然是全球疫情最严重的国家，确诊病例 132.2 万例，死亡病例 7.7 万例，占全球的近三分之一。英国本周死亡病例增加至 3.1 万例，已超过意大利成为了欧洲死亡人数最多、全球第二多的国家。俄罗斯、巴西、土耳其等一些新兴经济体国家的确诊人数仍在快速增长，疫情持续爆发和加重的风险显现。本周新增病例较多，主要与一些国家解除部分封锁隔离措施有密切关系，为重启被疫情瘫痪的经济，随着意大利、西班牙、德国、美国部分州等一些欧美国家开始不同程度地放宽隔离限制，允许建筑业、制造业等重新开工，办公室员工重返工作岗位，公共交通系统恢复运营，疫情出现反弹，美国每日新增病例始终保持在 3 万例以上，且有抬头趋势，德国的感染率已从 0.7 跃升至 0.96。中国经济也正在从疫情中艰难恢复，本周公布的 4 月进出口数据显示，受低基数、前期积压订单及医疗物资出口等多重因素影响，4 月出口虽转跌为升，但进口却同比大跌 14.2%，降幅扩至近 4 年半新高。为稳定就业、扩大内需、促进消费，本周国常会下达了规模 1 万亿元的地方政府专项债券新增额度，主要用于基础设施建设，并延长了免征增值税时间，对中小微企业延长还本付息期限，预计月底两会前后将出台更多经济刺激措施。

- **4 月贸易数据：**海关总署 5 月 7 日公布的贸易数据显示，受基数较低、前期积压订单延期交付以及防疫物资出口等多重因素影响下，中国 4 月出口意外好于预期，同比转跌为升并创年内新高，但进口受国内复工复产不及预期、内需未完全恢复的影响，降幅则扩至近四年半最大。以美元计价，4 月出口同比上升 3.5%，较 3 月提高 10.1 个百分点；进口同比下降 14.2%，降幅扩大 13.2 个百分点；贸易顺差为 453.4 亿美元，较 3 月增加 254.1 亿美元。从国别看，中国对东盟、“一带一路”沿线国家进出口逆势增长，对欧盟、美国和日本进出口下降。从商品进出口方面看，机电产品和服装等出口下降，纺织品出口增长；原油进口下降，因原油价格暴跌，进口额下降较大，大豆进口也下降，但铁矿石进口增加。随着国外疫情尚未见顶，亚非拉等地区的多个国家疫情又开始加重，最近公布的 PMI 等先行指标预示全球经济前景堪忧，欧美等主要经济体已陷入深度萎缩，预示着外贸偏弱格局难以在短期内修复，今年中国进出口依然面临很大压力。不过由于出口韧性增强、出口多元化、民企出口比重提高等，中国出口出现断崖下滑的可能性不高，加上近期中国出台多项举措来支持对外贸易，全球已有多个国家开始放松封锁措施，未来贸易将逐渐复苏的预期增强。

- **央行公开市场操作及资金面：**央行本周未开展逆回购操作，因本周无逆回购到期，实现零投放和零回笼。本周资金面整体平衡偏宽松，周三（本周第一个交易日）各期限资金价格较上一交易日明显下降，交易量明显回升。周四各期限资金价格进一步下降，周五资金面总体延续供给充裕，因周六非银机构不上班，周五 7d 品种交易量猛增，隔夜成交量大量减少，隔夜价格持续下行到 1%以下。

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

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：010-59562539
邮箱：guihr@avicsec.com

金融市场分析周报
（2020.05.04-2020.05.08）

摘要

- **利率债：**五一假期前后四个交易日，长债收益率持续上行，较前期低点已经反弹近 20BP，是对此前市场对经济复苏、疫情防控预期不足的反应，疫情发生以来，10 年期国债利率下行幅度已经有 55BP，因此随着疫情逐步得到控制、以及经济逐步恢复，长债收益率有所反弹也是市场正常调整，是对此前过度 price in 疫情影响，以及经济逐步修复预期不足的纠正。债市调整之后，市场的关注点主要是资金面，利率债供给、政策和经济重启上，资金面来看，在存款基准利率调降之前，资金利率的底部可能已经出现，短端利率预计进入平稳运行阶段；国内财政发力、利率债供给加大已经是名牌；国内经济已经走上重启道路，然而全球经济能否重启仍有不确定性，美国及部分新兴市场国家等疫情仍在平台震荡期的国家的解封可能会带来疫情的反复，近期将是全球能否从疫情防控状态转变至经济恢复状态的重要观察期，若各国顺利重启经济，那么债券长端收益率还有一定上行空间，但也不足以导致债市行情逆转，一是货币政策会持续宽松较长的时间，直到确认经济恢复到政府合意的平台之后，才会考虑退出。二是国内经济自身的债务压力较大，使得央行需要维持较长时间的低利率环境，直至需求恢复到合适的状态。三是资金面宽松状态应不会有变化，利率曲线依旧陡峭，利差约束仍然显著。

- **信用债：**各期限存单收益率多数下跌，其中 3M 期存单收益率较上周跌幅最大，幅度为 10.04bp，1M 存单收益率较上周下降 2.28bp，6M 期存单收益率较上周下降 2.37bp，9M 期存单收益率较上周上涨 5.64bp。信用债二级市场方面，信用债各等级及各期限收益率上行，其中 3 年期及 5 年期上行幅度较多，期限利差进一步走阔，AAA 级 1 年期、AAA 级 3 年期、AAA 级 5 年期较上周分别上涨 5.32bp、上涨 16.41bp、上涨 13.02bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别上涨 1.32bp、上涨 13.41bp 、上涨 13.02bp。 AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别上涨 3.32bp、上涨 12.41bp、上涨 12.88bp。

- **可转债：**本周值五一节后，权益市场主要呈上涨行情，上证指数本周上涨 1.23%，深证成指本周上涨 2.61%，创业板指本周上涨 2.70%，成长风格类板块较价值风格类板块表现相对更好。可转债市场未跟随权益市场明显上涨反而呈现小幅震荡走势，本周上证转债下跌 0.07%至 319.34，深证转债上涨 0.01%至 244.40，中证转债下跌 0.04%至 353.23，总体来看本周转债市场表现依旧弱于权益市场。本周，泰晶转债发布强赎公告引发市场关注。一级方面，本周依旧无新债发行。从近五年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，本周转股溢价率明显回落，隐含波动率则处于震荡区间。

- **权益市场：**节后三天市场低开高走，延续反弹趋势。上证综指报收于 2895 点上涨 1.23%；同期深圳成指和创业板指分别上涨 2.61%和 2.70%。市场日均量能放大幅度约一成，做多动能仍旧有限，同时受制于 2900 点上方密集成交区的压力，股指表现较为温和；但部分板块和个股表现较好，如种业、数字货币等主题板块，以及业绩良好的公司走势较为稳健，如食品饮料、医药和科技行业中的绩优公司。整体上，市场延续着存量资金发动的反弹行情。展望后市，我们认为市场短期或震荡。板块配置方面，建议关注 5G，新基建，黄金等投资机会。

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

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：010-59562539
邮箱：guihr@avicsec.com

金融市场分析周报
（2020.05.04-2020.05.08）

摘要

- **黄金：**随着金价周五从两周高位回落，全周金价仅实现微涨。周五，COMEX 黄金期货结算价下跌 11.9 美元或-0.69%，报 1713.9 美元/盎司，但全周录得上涨 0.76%；伦敦现货黄金价格周四（5 月 7 日）上涨 12.55 美元或 0.74%，收报于 1704.05 美元/盎司，全周累计上涨 1.06%。本周金价上涨的原因有两个：一是近期中美因新冠病毒的源头问题展开了激烈的争论并导致中美之间关系紧张骤然升温，上周五特朗普威胁要对中国加征关税，贸易战有可能重燃，投资者避险情绪增加；二是美国公布的失业数据创大萧条以来的新高，引发投资者对全球衰退的进一步担忧。但部分国家放松疫情封锁措施、美国失业数据好于市场预期、中美双方讨论了第一阶段贸易协议落实情况等一些因素缓解了市场避险情绪，从而限制了金价的涨幅，另外截至 5 月 5 日当周黄金期货净多头持仓数大幅下降，表明一些投资在金价高位时获利了结，也打压了金价；

- **原油：**受益于供大于出现一定程度的缓解，油价在上周暴涨约 20%后，本周继续暴涨。周五，全球两大基准原油均大涨 5%以上，其中，布伦特原油期货结算价上涨 1.48 美元，或 5.02%，收报于每桶 30.94 美元，全周累计暴涨 17.02%；美国 WTI 原油期货上涨 1.19 美元，或涨幅 5.05%，收报于每桶 24.74 美元，全周累计暴涨 25.08%。OPEC+于上月达成的减产 970 万桶/日创纪录的协议已于本月 1 日开始生效，缓解了原油供应过剩局面。近期一些欧洲和亚洲国家以及美国部分州开始放松封锁隔离措施，允许一部分人重返工作岗位，以重启经济，这提振了投资者的情绪，导致油价在周一周二两天暴涨，其中周二布伦特原油大涨 14%，美国原油暴涨超 20%。周三周四，由于 EIA 公布的美国原油库存继续增长，库存空间紧张的担忧进一步加剧，油价出现大跌。但周五油价在美国石油生产商大幅减产的消息提振下大涨 5%以上。考虑到 OPEC+减产幅度不及市场预期且远小于全球燃料需求下降 30%的幅度，且 OPEC+减产的执行难度较大，我们对未来油价继续暴涨持谨慎态度，未来油价的走势仍更多地取决于需求端，即放松封锁措施可以在多大程度上能够提振原油消费；

- **黑色产业链：**本周黑色产品价格连续上涨，创下近 2 个月以来的新高。周五，螺纹钢期货主力合约结算价格较上周（4 月 30 日）上涨 114 元/吨或 3.41%，至 3457 元/吨；焦炭上涨 70 元/吨或 4.16%，至 1751.5 元/吨；焦煤上涨 32 元/吨或 3.01%，至 1093.5 元/吨。本周黑色价格大涨有两个原因：一是节后需求明显临时性改善，现货交易放量，一些交易者担忧本月 21-22 日两会的召开使得近期一些钢厂停产和价格上升，因此提前进行了采购和备货；二是 5 月 6 日全国高速公路开始恢复收费，导致运输成本上升，倒逼单位利润本来就不高的钢厂提高产品售价。受国家加大财政投入、扩大基建规模的刺激，经过前期五轮提涨后，目前钢厂生产积极性较高，本周螺纹钢产量较上周增加 10.46 万吨至 368.98 万吨，处于在历史较高水平；库存继续减少，较上周下降 74.19 万吨至 1317.14 万吨。为配合月底两会的召开，一些钢厂可能会停产，并转向以去库存为主，预计近期螺纹钢产量和库存将出现双降，价格将上涨。本周焦化企业高炉开工率继续回升，库存持续下降，但近期下游钢厂可能限产将抑制焦炭焦煤的需求，价格有可能回落，因此黑色产品价格走势将出现分化；

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

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：010-59562539
邮箱：guihr@avicsec.com

金融市场分析周报
（2020.05.04-2020.05.08）

摘要

- **人民币汇率：**本周，人民币兑美元汇率中间价报 7.0788，较上周下调 0.31%。即期汇率报 7.0792，较上周下调 0.39%。 目前，欧元区主要国家，德国，法国等国受疫情影响程度较严重，虽然开始重启经济，但恢复进度可能较慢且不排除疫情发生反复的可能；与欧洲类似，美国疫情虽未完全得到控制，但已有超过 20 州逐步复工复产，疫情再度传播的风险增加，疫情对美国基本面负面影响短期内结束的可能性不大。与此相对应的，我国疫情防控措施到位，复工复产正在逐步接近或达到正常水平，整体国内经济展现出巨大韧性，经济结构不断优化，国际收支总体平衡的基础依然坚实，因此中国宏观经济基本面的持续改善对人民币汇率起到支撑作用，有能力保持人民币汇率在合理均衡的水平上基本稳定。

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

目录

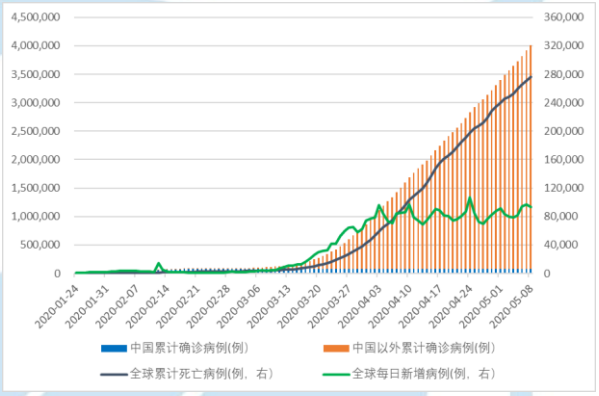
一、 本周重点经济数据分析 6
1.1 新冠疫情数据 6
1.2 4 月进出口数据 7
二、 固定收益市场分析 9
2.1 资金面分析 9
2.2 利率债走势分析 10
2.3 存单与信用债分析 12
2.4 可转债分析 14
三、主要资产价格分析 15
3.1 权益市场分析 15
3.2 黄金市场分析 18
3.3 原油市场分析 19
3.4 黑色产业链分析 20
3.5 人民币兑美元汇率分析 22

一、 本周重点经济数据分析

1.1 随着欧美等一些国家开始放松封锁隔离措施，本周疫情有所反弹，新增创纪录的 61 万，中国经济也正在从疫情中艰难恢复

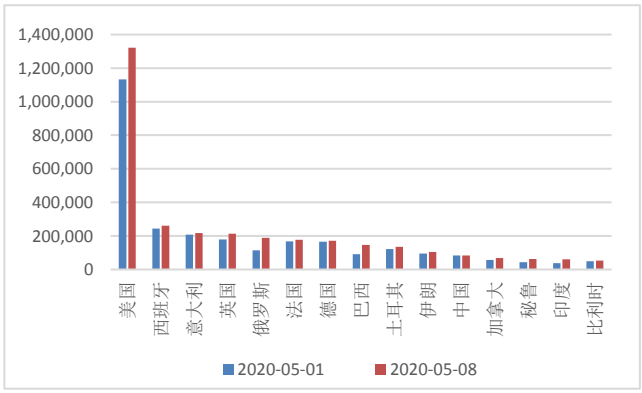
新冠肺炎疫情仍处于高峰期，本周有所反弹。据 WIND 统计数据显示，截至 5 月 8 日，全球新冠疫情累计确诊病例已超 400 万例，为 401.3 万例，其中中国 8.3 万例、国外 392.9 万，较上周（5 月 1 日）新增近 60.9 万例，创下疫情爆发以来的单周新高；累计死亡病例约 27.6 万例，新增 3.7 万例。确诊超过 5 万例的国家有 15 个，比上周增加 3 个，这 3 个国家分别是秘鲁、印度、比利时。毫无疑问，美国仍然是全球疫情最严重的国家，确诊病例 132.2 万例，死亡病例 7.7 万例，占全球总病例数的近三分之一，本周新增 19 万例，远超过其他任何国家。西班牙、意大利、英国的确诊超过 20 万例，位居第 2-4 名。英国本周死亡病例增加至 3.1 万例，已超过意大利成为了欧洲死亡人数最多、全球第二多的国家。应看到，俄罗斯、巴西、土耳其、秘鲁、印度、巴基斯坦、智利等一些新兴经济体国家的确诊人数仍在快速增长，呈爆发趋势，疫情持续爆发和加重的风险显现。

图 1：全球累计确诊病例超过 400 万，死亡病例逾 27 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、西班牙等 15 个国家确诊超过 5 万，美国超 130 万



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

本周新增病例较多且创下单周新高，除了与一些新兴国家增长较快有关外，还与一些欧洲和亚洲国家以及美国放松疫情封锁隔离措施有密切关系。虽然全球疫情高峰并未结束，同时专家警告疫情可能反弹，但随着一些国家国内疫情趋于稳定或开始下降，早在 4 月中旬就有意大利、西班牙、德国、美国部分州等一些欧美国家开始不同程度地放宽隔离限制，解除本国国民生产生活活动的一些限制性措施。4 月 16 日，美国实行“重启美国”计划，宣布分三个阶段重新开放美国的社会经济生活，但何时以及如何开放将由各州自行决定，之后仅 4 月就有乔治亚、俄克拉荷马、南卡罗来纳州等 20 多个州先后解封。得克萨斯州 5 月 1 日第一阶段被允许开放的包括零售商店、电影院、餐馆、运动场所等。俄亥俄州 5 月 4 日允许建筑和制造业重新开工，办公室员工重返工作岗位。德国和西班牙政府 4 月下旬开始解除长达 7 周的居家禁足令，允许小型企业重新营业。意大利本周一开始解除实施了 8 周的封锁政策，400 多万意大利工人重返工厂、建筑工地和其他工作岗位，允许人们可以在佩戴口罩的情况下小规模探访亲人。其他越来越多的国家也正在加入解封行列。本周五澳大利亚政府宣布将分三步放宽社交距离限制，争取到 7 月全面解除限制。而下周，法国、荷兰、英国、瑞士、巴基斯坦、莫斯科等国家都将解封部分限制措施，允许部分商铺营业，全

国幼儿园和小学开放，公共交通系统恢复运营。下周德国等国家的一些体育赛事也将逐渐恢复。美国疫情最严重的纽约州也将于 5 月 15 日重新启动制造业和建筑业。解封的同时，部分国家疫情出现反弹，美国每日新增病例一直保持在 3 万例以上，没有下降；德国的病毒感染率从解封前的 0.7 跃升至解封后的 0.96。

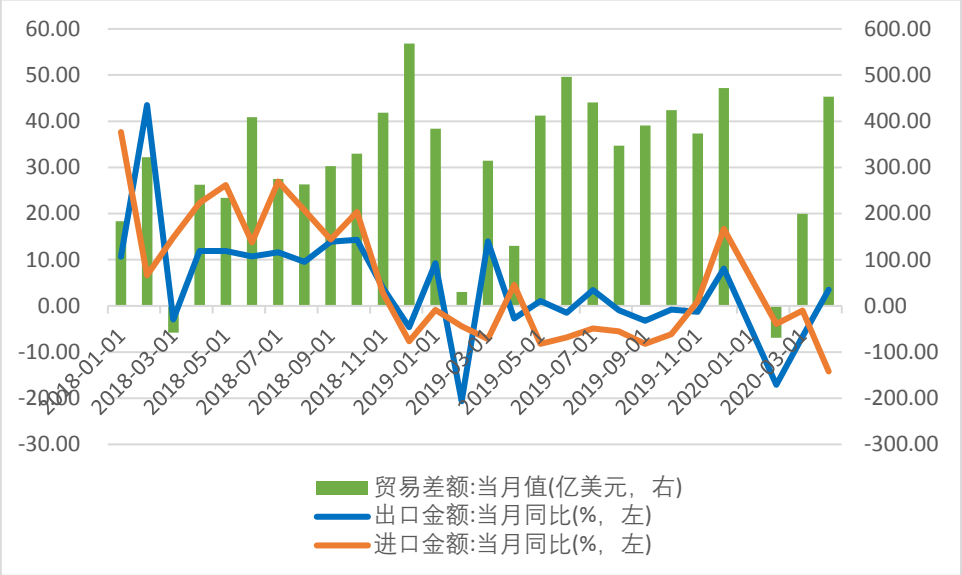
放松封锁，主要是为了重启遭疫情瘫痪的经济。从 3 月初疫情在中国以外地区爆发以来，全球大部分国家为遏制疫情而实行了严格的封锁隔离措施，据估计全球有约 40 亿人被迫居家隔离，企业停工停产，全球和各国经济遭受重创，经济陷入衰退，失业人数飙升。本周三，欧盟预计今年全球 GDP 将萎缩 3.5%，明年将增长 5.2%；欧元区今明两年经济增速预期分别为-7%和 6.3%；预计欧元区今年失业率为 9.6%，明年回落至 8.6%。欧元区上个月 Markit 服务业采购经理人指数（PMI）终值仅 26.4，创 1998 年 7 月开展调查以来新低，综合 PMI 终值亦跌至 29.7，亦创历史新低，数据表明欧元区经济已经在萎缩，年化萎缩率接近 10%。德国、法国、意大利、西班牙等主要欧洲经济体 3 月 Markit 综合 PMI 数据都十分糟糕，创出有记录以来的最大跌幅。美国周五公布的非农报告显示新冠疫情导致的经济停摆给美国劳动力市场造成毁灭式打击，4 月就业人数史无前例地减少了 2050 万人，失业率飙升至 14.7%，创下二战以来的历史纪录。本周稍早前公布的美国 4 月 ADP 就业人口减少 2023.6 万，另外上周又有近 320 万人初请失业救济，导致近 7 周累计初请就业救济的人数已高达 3350 万人，均创下历史最值，失业人数的飙升表明美国经济正陷入深度衰退，预计美国经济可能需要数年时间才能恢复。

中国经济也正在从疫情中艰难恢复。一季度中国经济增速已同比萎缩 6.8%，4 月制造业和非制造业 PMI 数据因外需疲软均出现回落。本周四公布的 4 月进出口数据显示，受低基数、前期积压订单及医疗物资出口等多重因素影响，中国 4 月出口虽出乎市场意料好于预期，同比增长 3.5%，转跌为升，首次实现年内正增长，但进口却同比大跌 14.2%，降幅扩至近 4 年半新高。中国商务部表示，外贸发展仍然面临较大下行压力，境外疫情暴发增长态势仍在持续，对全球经济和贸易带来巨大冲击，不确定性、不稳定性因素明显增多，外贸发展面临的风险挑战前所未有。周三召开的国常会下达了规模 1 万亿元的地方政府专项债券新增额度，主要用于基础设施建设，并延长了免征增值税时间，对中小微企业延长还本付息期限，这些举措旨在稳定就业、扩大内需、促进消费。临近 5 月下旬召开的两会，预计两会前后将有更多更大规模的经济刺激举措出台，中国经济料将围绕“六稳与六保”的底限思维布局下半年的经济发展，但目前看阻力不小，需要克服的困难较多。

1.2 4 月中国出口同比意外增长 3.5%，但受国外疫情蔓延影响，进口同比大跌 14.2%

海关总署 5 月 7 日公布的贸易数据显示，受基数较低、前期积压订单延期交付以及防疫物资出口等多重因素影响下，中国 4 月出口意外好于预期，同比转跌为升并创年内新高，但进口受国内复工复产不及预期、内需未完全恢复的影响，降幅则扩至近四年半最大。以美元计价，4 月出口同比上升 3.5%，较 3 月提高 10.1 个百分点；进口同比下降 14.2%，降幅扩大 13.2 个百分点；贸易顺差为 453.4 亿美元，较 3 月增加 254.1 亿美元。从更能体现趋势的季节调整后环比数据看，4 月出口增长 8.1%，较 3 月提高 14.1 个百分点；进口下降 6%，降幅扩大 1.7 个百分点。

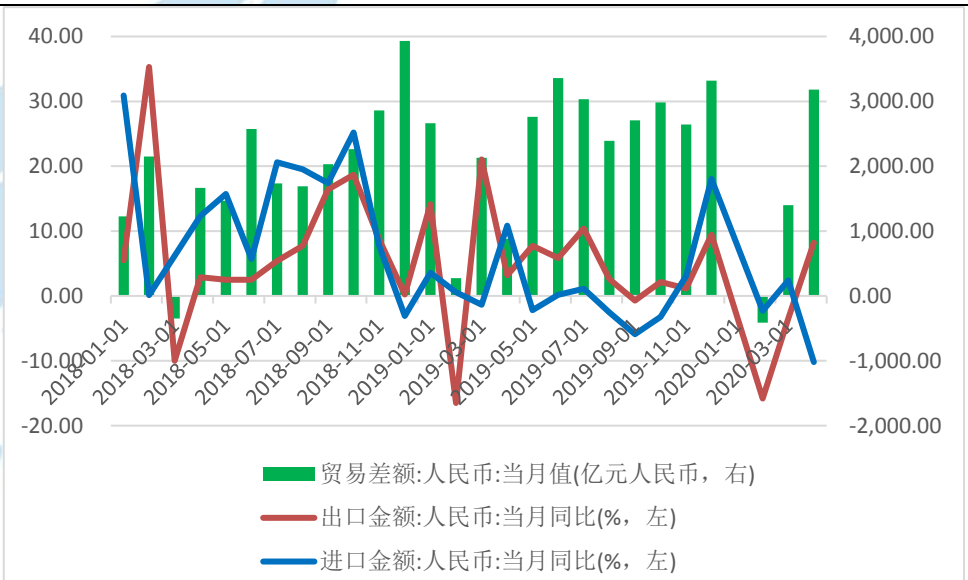
图 3：以美元计，出口好于预期，但进口降幅扩大



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，中国 4 月出口 1.41 万亿元，同比由负转正增长 8.2%；进口 1.09 万亿元，同比则由正转负下降 10.2%，当月实现贸易顺差 3181.5 亿元，增加 2.6 倍。1-4 月累计出口 4.74 万亿元，同比下降 6.4%；累计进口 4.33 万亿元，同比下降 3.2%；实现贸易顺差 4157 亿元，同比减少 30.4%。

图 4：以人民币计，出口同比增长 8.2%，进口同比下降 10.2%



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，海关新闻稿显示，中国对东盟、“一带一路”沿线国家进出口逆势增长，对欧盟、美国和日本进出口下降。1-4 个月，东盟为中国第一大贸易伙伴，与东盟贸易总值 1.35 万亿元人民币，增长 5.7%，占中国外贸总值的 14.9%，其中，出口 7409 亿元，增长 3.9%；进口 6085.1 亿元，增长 8%；贸易顺差 1323.9 亿元，减少 11.5%。与第二大贸易伙伴欧盟的贸易总值为 1.23 万亿元，下降 6.5%，占外贸总值的 13.6，其中，出口 7190.1 亿元，下降 6.6%；进口 5155.6 亿元，下降 6.4%；贸易顺差 2034.5 亿元，减少 7.1%。中美贸易总值为 9584.6 亿元，下降 12.8%，占外贸总值的 10.6%，其中，出口 7022.8 亿元，下降 15.9%；进口 2561.8 亿元，下降 3%；贸易顺差 4461 亿元，减少 21.9%。中日贸易总值为 6656.8 亿元，下降 2.1%，

占外贸总值的 7.3%，其中，出口 3028.6 亿元，下降 2.2%；进口 3628.2 亿元，下降 2%；贸易逆差 599.6 亿元，减少 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。1-4 个月，机电产品出口 2.79 万亿元，同比下降 5.9%；服装出口 2051 亿元，同比下降 20.2%。但同期，包括口罩在内的纺织品出口 2613 亿元，同比增长 5.9%。进口方面，4 月，原油进口量同比下降 7.5%，受价格下跌拖累，进口额同比下降 49%；大豆进口量同比下降 12.1%，进口额下降 14.3%；铁矿石进口量同比增加 18.5%，进口额增长 18.2%。

从疫情来看，在美国没有出现放缓的情况下，亚非拉等多国亦开始加重，而受疫情影响，最近公布的 PMI 等先行指标预示全球经济前景堪忧，欧美等主要经济体已陷入深度萎缩，预示着外贸偏弱格局难以在短期内修复，今年中国进出口依然面临很大压力。但由于出口韧性增强、出口多元化、民企出口比重有所提高等，中国出口出现断崖下滑的可能性不高。而且近期中国出台多项举措来支持对外贸易，来增强企业抗风险能力。另外，近期全球多个国家正在放松封锁措施以重启经济，也增强了贸易复苏的预期。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：央行继续不开展逆回购操作，零投放和零回笼，隔夜资金利率小幅上行后回落

1）央行的公开市场操作

央行本周未开展逆回购操作，因本周无逆回购到期，实现零投放和零回笼。

表 1：本周公开市场操作

	周一	周二	周三	周四	周五
本周公开市场到期	0	0	0	0	0
7 天	0	0	0	0	0
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	0	0	0	0

资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2）资金面的复盘

本周资金面整体平衡偏宽松，周三（本周第一个交易日）早盘资金面偏紧，隔夜利率上行至 1.4%以上，午后才逐步宽松下来，尾盘全面宽松，各期限资金价格较上一交易日明显下降，交易量明显回升。周四，资金面延续宽松，但是隔夜利率依旧在 1%以上。周五资金面总体延续供给充裕，因周六非银机构不上班，周五 7d 品种交易量猛增，隔夜成交量大量减少，隔夜价格持续下行到 1%以下。

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			1.5404	1.2034	0.9258
	R007			1.5895	1.5710	1.6103
	R014			1.6812	1.6278	1.6500
	R021			2.1271	1.8145	2.0006
	R1M			1.8483	1.8161	1.9264
上交所协议回购	206001			4.7160	4.5510	4.5512

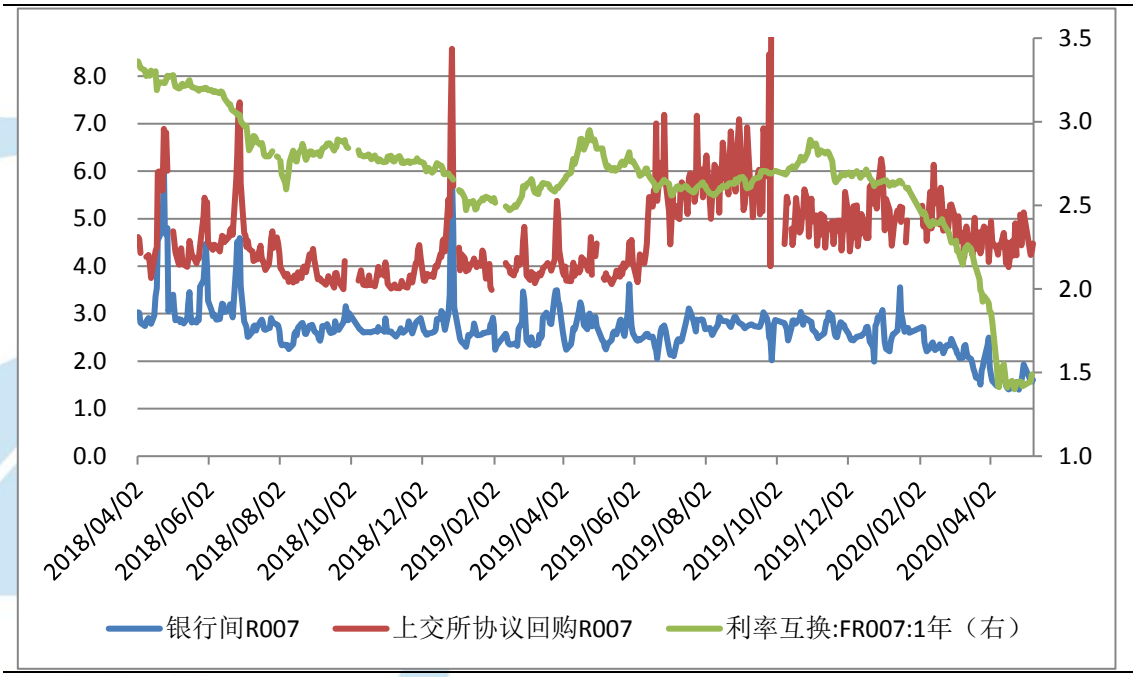
	206007			4.2370	4.3390	4.4750
	206014			5.1020	4.7170	5.2380
	206021			6.5690	6.0200	6.2140
	206030			5.3450	5.7870	5.5950
利率互换定盘：1Y	FR007			1.4463	1.4886	1.4889

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

5 月份资金面，目前来看受到多个因素挤压，但央行对冲压力并不大。综合考虑历史规律、财政安排等因素，预计 5 月份缴税规模 3000 亿、缴准 1200 亿、现金漏损与外占对冲，此外，利率债供给合计 12000 亿，到期约 4700 亿，净融资预计 7300 亿。以上合计，5 月份资金收缩压力为 1.15 万亿。

图 5：本周资金面整体平衡偏宽松（%）



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：利率债长端收益率大幅上行，后续走势需关注全球经济重启进度

1）利率债走势复盘

本周，各期限国债期货价格均下跌。5 年期国债期货主力合约 TF2006 价格为 104.3350，较上周下降 0.62%。10 年期国债期货主力合约 T2006 价格 102.1400，较上周下跌 0.78%。2 年期国债期货主力合约 TS2006 价格为 102.4300，较上周下跌 0.23%。

图 6：1 年期及 10 年期国债收益率上行（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

本周长债收益率大幅波动，持续上行，节后第一个交易日周三，早盘资金面小幅紧张，隔夜利率上行至 1.4%以上，但午后即全面转松，然而长债收益率却大幅上行，当日由于消息面比较平静，长债收益率的上行主要原因一方面是节前的两会召开日期以及多地区应急防控等级下降带来的经济复苏预期的继续发酵，另一方面五一期间旅游以及消费明显上涨也超出市场预期，为债市带来一定压力，当日，10 年国开活跃券 190215 上行 5.75BP 至 2.94%；周四，前一日晚间国务院常务会议公布在年初已发行地方政府专项债 1.29 万亿的基础上，再提前下达 1 万亿元专项债新增额度，力争 5 月底发行完毕，然而这一消息对债市的影响并未在早盘开盘体现出来，早盘 10 年期收益率小幅高开之后回落，但是午后国债期货明显下跌，10 年期收益率跟随上行，10 年国开收益率上行幅度最高达 9BP，当日，190215 上行 7BP 至 3.01%；周五，随着隔夜利率重回 1%以下，债市恐慌情绪有所缓和，早盘收益率小幅下行，然而中午中美电话，且对话氛围不错的消息传出后，收益率上行比较明显，全天收益率先下后上，当日 190215 小幅下行 0.75BP 至 3.0025%。周六，非银休息，债券市场总体表现比较清淡，但是长债收益率依旧延续弱势，小幅上行。全周，10 年国债活跃券 190015 上行 10.52bp，10 年国开活跃券 190215 上行 14BP。

图 7：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

本周，10 年美国国债收益率报 0.6900%，较上周上涨 5BP，3 个月美国国债收益率报 0.1200%，较上周上涨 3BP，1 年美国国债收益率报 0.1500%，较上周下降 1bp。

2）利率债展望

五一假期前后四个交易日，长债收益率持续上行，较前期低点已经反弹近 20BP，是对此前市场对经济复苏、疫情防控预期不足的反应，疫情发生以来，10 年期国债利率下行幅度已经有 55BP，因此随着疫情逐步得到控制、以及经济逐步恢复，长债收益率有所反弹也是市场正常调整，是对此前过度 price in 疫情影响，以及经济逐步修复预期不足的纠正。

债市调整之后，市场的关注点主要是资金面，利率债供给、政策和经济重启上，资金面来看，在存款基准利率调降之前，资金利率的底部可能已经出现，短端利率预计进入平稳运行阶段；国内财政发力、利率债供给加大已经是名牌；国内经济已经走上重启道路，然而全球经济能否重启仍有不确定性，美国及部分新兴市场国家等疫情仍在平台震荡期的国家的解封可能会带来疫情的反复，近期将是全球能否从疫情防控状态转变至经济恢复状态的重要观察期，若各国顺利重启经济，那么债券长端收益率还有一定上行空间，但也不足以导致债市行情逆转，一是货币政策会持续宽松较长的时间，直到确认经济恢复到政府合意的平台之后，才会考虑退出。二是国内经济自身的债务压力较大，使得央行需要维持较长时间的低利率环境，直至需求恢复到合适的状态。三是资金面宽松状态应不会有变化，利率曲线依旧陡峭，利差约束仍然显著。

2.3 存单与信用债分析：存单收益率继续下行，信用债收益率跟随利率债收益率调整上行

1）一级市场发行

本周同业存单发行量较上周下降，本周存单发行量约 817.40 亿元，较上周发行量下降了 1327.1 亿元。

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 695.7 亿元，较上周环比减少 84.71%。

本周信用债到期规模大量下降（本周为 797.82 亿元，上周为 3,958.82 亿元，环比减少 79.85%），净融资量大量减少（本周-271.77 亿元，上周 5,989.40 亿元，环比减少 104%）。

2） 二级市场走势及信用利差

各期限存单收益率多数下跌，其中 3M 期存单收益率较上周跌幅最大，幅度为 10.04bp，1M 存单收益率较上周下降 2.28bp，6M 期存单收益率较上周下降 2.37bp，9M 期存单收益率较上周上涨 5.64bp。

信用债二级市场方面，信用债各等级及各期限收益率上行，其中 3 年期及 5 年期上行幅度较多，期限利差进一步走阔，AAA 级 1 年期、AAA 级 3 年期、AAA 级 5 年期较上周分别上涨 5.32bp、上涨 16.41bp、上涨 13.02bp。AA+级 1 年期、AA+级 3 年期、AA+级 5 年期较上周分别上涨 1.32bp、上涨 13.41bp 、上涨 13.02bp。AA 级 1 年期、AA 级 3 年期、AA 级 5 年期较上周分别上涨 3.32bp、上涨 12.41bp、上涨 12.88bp。

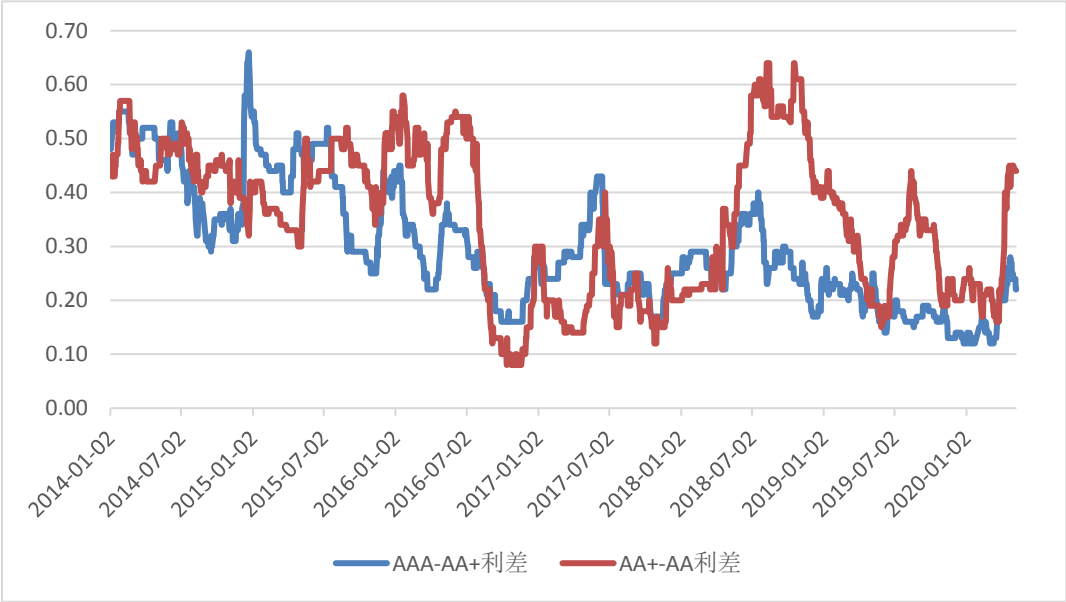
表 4：信用债各期限收益率水平

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	1.844	0.60%	5.32
信用债(AAA)：3 年	2.4922	0.70%	16.41
信用债(AAA)：5 年	3.032	0.50%	13.02
信用债(AA+)：1 年	2.014	0.20%	1.32
信用债(AA+)：3 年	2.712	0.70%	13.41
信用债(AA+)：5 年	3.372	2.40%	13.02
信用债(AA)：1 年	2.414	0.30%	3.32
信用债(AA)：3 年	3.152	1.20%	12.41
信用债(AA)：5 年	3.822	5.30%	12.88

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，由于高评级信用债交易活跃，收益率上行幅度较大，使得各评级信用利差被动小幅收窄，AAA 与 AA+信用利差较前周收窄 2bp 至 22bp，AA+和 AA 之间的利差较上周收窄 1bp 至 44bp。

图 8：各评级信用利差均下跌（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

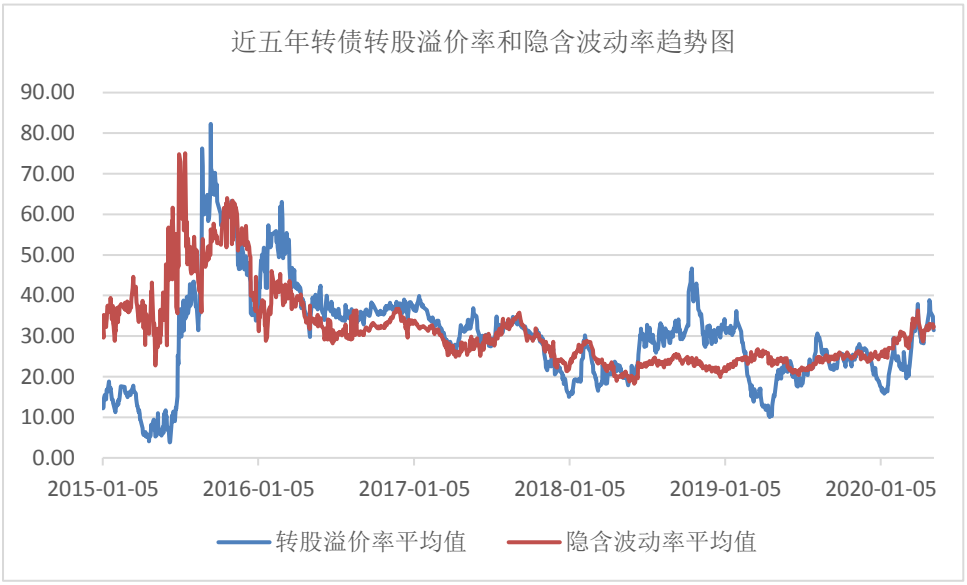
2.4 可转债分析：转债市场延续震荡走势，泰晶转债强赎引发市场关注

1） 可转债走势复盘

本周值五一节后，权益市场主要呈上涨行情，上证指数本周上涨 1.23%，深证成指本周上涨 2.61%，创业板指本周上涨 2.70%，延续上周市场表现，成长风格类板块较价值风格类板块表现相对更好。可转债市场未跟随权益市场明显上涨反而呈现小幅震荡走势，本周上证转债下跌 0.07%至 319.34，深证转债上涨 0.01%至 244.40，中证转债下跌 0.04%至 353.23，总体来看本周转债市场表现依旧弱于权益市场。其中，千禾转债、光华转债、国轩转债、游族转债、中宠转债等领涨，泰晶转债、晶瑞转债、盛路转债、尚荣转债、蓝盾转债等跌幅居前，下跌转债近半数。本周，泰晶转债于 5 月 6 日下午收盘后发布强赎公告，次日冲击开始显现，泰晶转债从前一日收盘价 364.94 元跌至 190.92 元，跌幅达 47.68%，再次引发市场对转债的关注，5 月 7 日近八成转债收跌。一级方面，由于上市公司 4 月末公布 2020 年年报，尚未发行的转债需要补报最新一期的年报，故本周依旧无新债发行。

从近五年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，本周转股溢价率明显回落，隐含波动率则处于震荡区间。

图 9：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

根据转债强赎条款，转债正股连续三十个交易日中至少有十五个交易日收盘价格不低于当期转股价格的 130%，则触发转债强制赎回条款。泰晶科技此前多次公告，虽然触发赎回条款但不会提前赎回，此次突然“变脸”给投资者当头一棒。建议当前避开三条雷区：（1）避开触发赎回条款的转债；（2）避开双高（高价格、高溢价率）可转债；（3）避开正股破净的可转债。

目前，全球疫情仍未见拐点迹象，国外主要经济体感染疫情新增数量依然处于高位，疫情之下全球经济下探大概率波及国内市场。当前国内复工复产正在有序展开，但由于全球经济活动受疫情影响停滞、外需疲软，国内需求端也同样处于疲软状态，可转债的整体性机会较难把握，反弹的力度可能受制于估值而弱于股市。近期市场波动较大，不确定因素仍较多，建议投资者保持谨慎。择券上建议更多把握结构性机会，从三条思路入手：（1）科技板块依然是未来一段时间的主线，把握超跌的转债核心标的；（2）积极布局逆周期主线，其中“促投资”相关主线把握传统基建、新基建板块，“促消费”主线把握汽车板块。逆周期的思维也可关注服务业，核心思路在于正股前瞻与转债安全垫；（3）需求端的逻辑收缩战线为主，同质化现象严重，可以精选持仓。

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：节后 A 股低开高走，存量反弹行情延续，优质个股积极可为

1） 权益市场走势复盘

节后三天市场低开高走，延续反弹趋势。上证综指报收于 2895 点上涨 1.23%；同期深圳成指和创业板指分别上涨 2.61%和 2.70%。两市合计成交 2.08 万亿元，日均成交约 7000 亿元，环比节前放大约一成。

盘面上，市场量能放大幅度约一成，做多动能仍旧有限，同时受制于 2900 点上方密集成交区的压力，股指表现较为温和；但部分板块和个股表现较好，如种业、数字货币等主题板块，以及业绩良好的公司走势较为稳健，如食品饮料、医药和科技行业中的绩优公司。整体上，市场延续着存量资金发动的反弹行情。

图 10：本周 A 股震荡回落



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

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，道指周跌 0.06%，报 24331.3200 点，纳指报 9121.3200，周涨 2.61%，标普 500 指数报 2929.8000，周涨 0.60%。

5 月 5 日，制药巨头辉瑞表示，美国第一批受试者已经接种了新冠实验性疫苗。这一消息提振了投资者的信心，本周周五的聚焦点是四月的非农就业人数。美国劳工部周五表示，四月非农失业人数达到 2050 万人，使得失业率从之前的 4.4%飙升至 14.7%。新增失业人数和失业率都双双创下二战以来的最差数据纪录。然而，此前经济学家预计失业人数达到 2150 万人，失业率是 16%。因此，实际数据好于预期，从而让失业数据这个“坏消息”变成了个“好消息”。但值得注意的一点是，市场对于这样糟糕的失业数据不在意，认为这样的失业是暂时的，等全美经济开工之后，劳动力市场将会快速恢复。美国股市延续反弹行情，周五开盘后三大股市涨幅均扩大至 1%。

图 11：美股三大股指涨跌不一



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

2） 权益市场展望

A 股节后明显低开，主要受两个因素影响：一是五一假期期间欧美港等主要股市出现显著调整；二是特朗普威胁就新冠疫情采取报复行动。不过，两大不利因素随后均获缓解。随着全球疫情进入第二拐点，在边际上获得控制，美国等发达国家开始启动复工等，本周欧美股市低开后均逐日震荡走高，尤其是美股表现强势，至本周四收盘纳指收复年内跌幅。而第二点，本周四上午刘鹤副总理与美贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话，就中美第一阶段经贸协议的落实沟通，沟通情况良好，双方同意保持沟通协调，努力推动取得积极成效；路透社透露，美商务部即将批准一项新规定，允许美企与华为展开合作，共同参与新一代 5G 网络标准的制定。此外，近日美国政府就新冠疫情来源的表态也明显缓和，不再针对中国。上述表明近期中美贸易摩擦再度升级的风险并不大，外部氛围趋向缓和。

4 月经济数据：官方 PMI 为 50.8%，比上月回落 1.2 个百分；非制造业商务活动指数为 53.2%，比上月上升 0.9 个百分点；出口同比增长 3.5%，较 3 月增速-6.6%回升；进口同比下降 14.2%，较 3 月增速-0.9%大幅回落；贸易顺差 453.4 亿美元，较 3 月份 199 亿美元大幅增长；4 月中国外汇储备上升 308 亿美元至 3.09 万亿美元，而 3 月下降 461 亿美元。PMI 环比下降和进口大幅萎缩，显示经济正受到全球疫情的持续影响，但另一方面，出口和贸易顺差大超市场预期，表明中国经济在全球的竞争力依然较强，同时外汇储备回升，人民币汇率压力降低。

金融市场的改革和开放在继续深化。5 月 7 日，央行、国家外汇管理局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，明确并简化境外机构投资者境内证券期货投资资金管理要求。《规定》实施本外币一体化管理，允许合格投资者自主选择汇入资金币种和时机。此举将有利于吸引更多海外资金布局 A 股。据 wind 统计，沪深港通开通以来，截至 5 月 7 日北向资金累计净流入资金高达 10268 亿元，其中今年以来净流入 333.53 亿元。根据东方财富网的统计，5 月 8 日北向资金净流入 65.89 亿元，是近三周以来的单日最大净流入。北向资金的持续净流入有利于对 A 股形成有效支撑，并提振国内投资者信心。

短期而言，下周将是今年两会前的完整周。今年两会因为全球新冠疫情而更加具有特殊意义。市场对政策对冲疫情的不利影响，以及在疫情困难时期加速各项改革的预期颇为强烈。相关的重磅利好政策值得期待。此外，国内流动性依旧保持宽松局面，周内 1 月期 shibor 维持在 1.3%的历史低位水平。

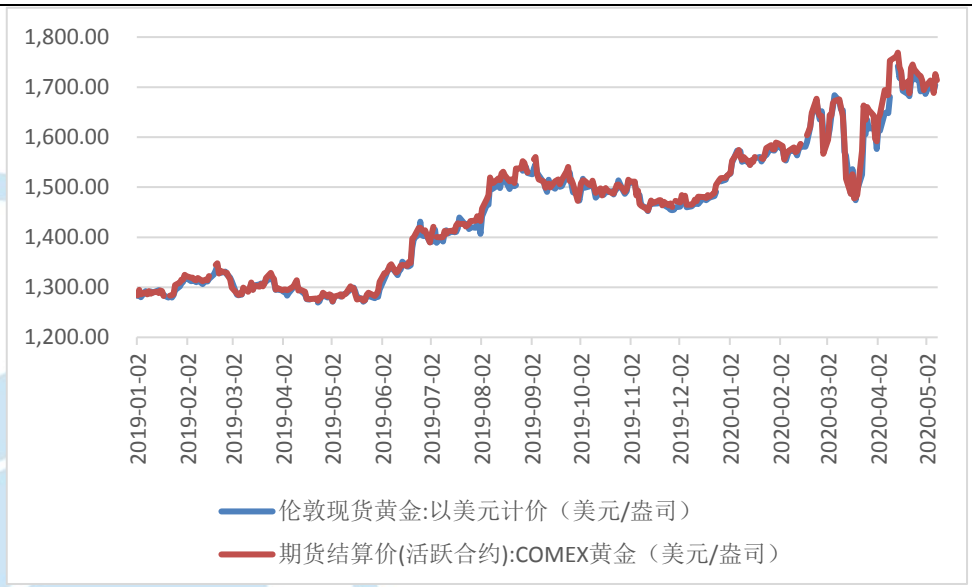
不过，全球疫情仍难确认拐点，美英两国新增数量仍处高位，疫情打击下，美国经济出现前所未有的萎缩，经济下行压力下美股或再度下探，而美股的波动大概率波及 A 股。国内经济处于逐步恢复过程中，但是由于全球疫情仍在蔓延，经济活动停滞，外需疲弱，出口订单很难在短期有较大增长，国内的需求端同样处于比较疲软状态，鉴于上述原因，建议维持谨慎的投资策略。市场短期或维持震荡。

我们中线持续看好金融地产龙头、大消费优质白马和硬核科技公司等三大主线；短期建议关注 5G，新基建，黄金等投资机会。

3.2 黄金市场分析：中美紧张关系和美国创历史失业数据提升投资者避险情绪，但同时一些投资者获利了结，本周金价微涨

随着金价周五从两周高位回落，本周金价波澜不惊仅实现微涨。周五，COMEX 黄金期货结算价下跌 11.9 美元或-0.69%，报 1713.9 美元/盎司，但全周录得上涨 0.76%；伦敦现货黄金价格周四（5 月 7 日）上涨 12.55 美元或 0.74%，收报于 1704.05 美元/盎司，全周累计上涨 1.06%。

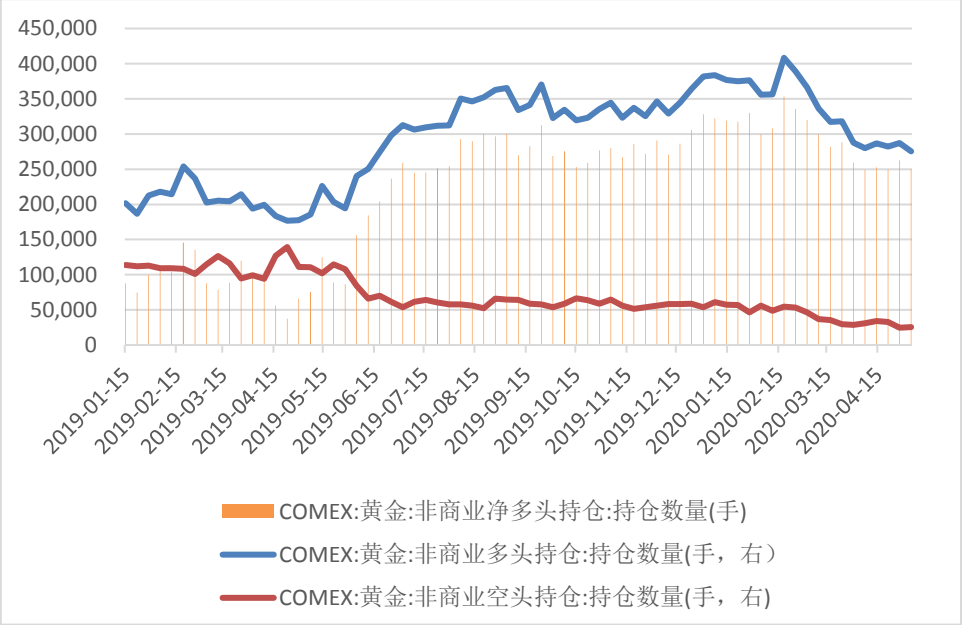
图 12：投资者避险情绪提升，金价本周微涨



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

尽管本周三 COMEX 黄金期货价格回落到 1700 美元/盎司之下，但很快周四金价又反弹到 1700 美元以上，并稳定在此水平上。本周金价反弹或上涨的原因可能有以下两个：一是，近期中美因新冠病毒的源头问题展开了激烈的争论并导致中美之间关系紧张骤然升温，上周五特朗普威胁要对中国加征关税，之前已经暂停的贸易战有重燃可能，导致全球股市下跌，投资者避险情绪增加；二是，本周美国商务部公布的 4 月失业数据显示，为遏制疫情采取的封锁措施导致经济危机不断加深，美国 4 月失业人数已累计至 2050 万人，失业率高达 14.7%，为大萧条以来的最高水平，同时上周初请失业又增加 300 多万人，失业率高居不下，引发了投资者度全球衰退的进一步担忧。不过，本周发生的一些积极因素也缓解了黄金市场的紧张情绪，限制了金价的涨幅，比如全球个别地区开始放松疫情封锁措施使得人们预期经济下滑深度没有之前预期的那么深，且本周公布的 4 月美国非农数据不及市场预期；截至 5 月 5 日当周黄金期货多头持仓数下降了 11811 手而空头持仓数增加了 914 手，表明一些投资在金价高位时获利了结；中美双方高级贸易代表通过电话讨论了第一阶段贸易协议落实情况，这缓解了一定的贸易紧张情绪。

图 13：一些投资者本周获利了结



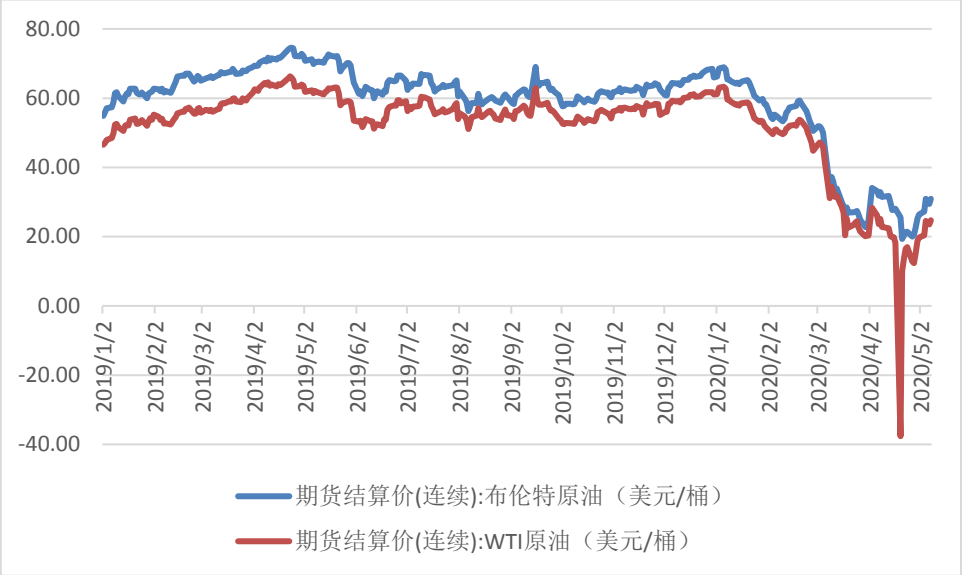
资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

尽管今年疫情爆发以来，美元持续走强和美股大幅反弹都约束了金价的上涨幅度，但现金价和期金价格今年仍实现 12%左右的涨幅，且目前已稳定在 1700 美元/盎司之上，说明疫情带来的避险情绪的增加一直存在。本周世界黄金协会（WGC）发布的数据显示，由于疫情对全球经济与社会带来不确定性，各国央行的货币政策干预令资金不断涌入黄金市场，全球黄金 ETF 已连续第六个月实现净流入，4 月总持仓已增至 3355 吨，创下历史新高。WGC 同时表示，虽然当前疫情得到了一定遏制，但其对全球经济的影响以及未来可能导致的社会变化仍未明确，此类不确定性以及未知的央行政策支持力度，可能会持续驱动黄金的投资需求。从这个角度判断，我们认为金价未来仍有进一步的上涨空间。

3.3 原油市场分析：部分地区放松疫情封锁措施，以及石油主要生产国减产，供需矛盾得到一定缓解，本周油价继续大涨

受益于供大于出现一定程度的缓解，油价在上周暴涨约 20%后，本周继续暴涨。周五，全球两大基准原油均大涨 5%以上，其中，布伦特原油期货结算价上涨 1.48 美元，或 5.02%，收报于每桶 30.94 美元，全周累计暴涨 17.02%；美国 WTI 原油期货上涨 1.19 美元，或涨幅 5.05%，收报于每桶 24.74 美元，全周累计暴涨 25.08%。

图 14：本周油价继续上涨



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

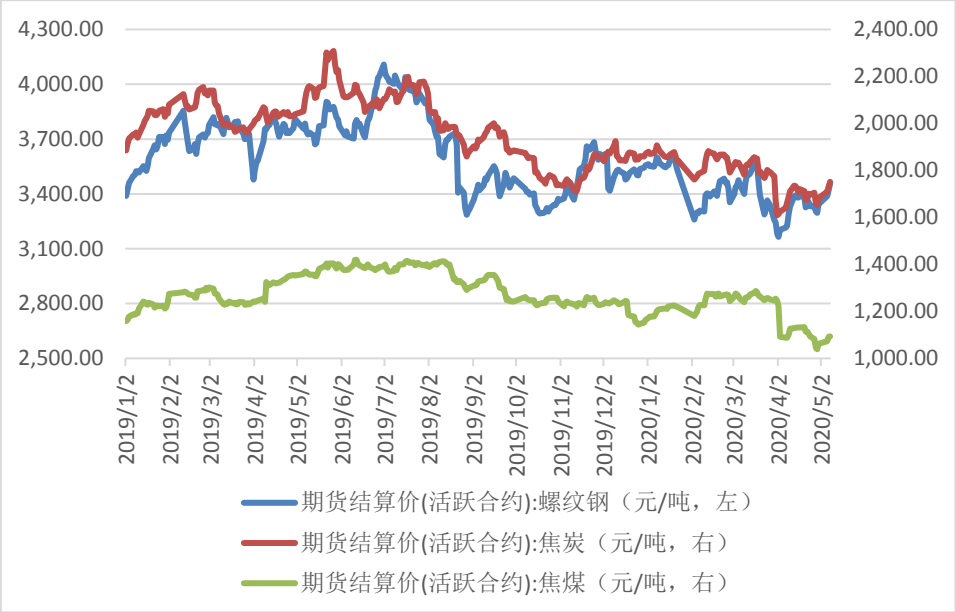
本周前两个交易日，一些欧洲和亚洲国家以及美国几个州开始放松封锁隔离措施，允许一部分人重返工作岗位，以重启经济，这提振了投资者的情绪，导致油价两天暴涨。另一方面，因为疫情封锁影响，4月全球燃料需求下降约30%，出现严重供给过剩，需求疲软一直笼罩着原油市场，导致过去2个月油价的暴跌和大幅震荡，至今没有明显改善，为此OPEC+上月中旬达成合计970万桶/日创纪录的减产协议已于本月1日开始生效，这在一定程度上缓解了原油供应过剩局面。由于上周五特朗普威胁要对中国加征关税，贸易紧张局势再现，限制了油价涨幅，周一油价仅上涨约3%。但周二，随着更多的国家加入解封行列，当天布伦特原油大涨14%，美国原油更是暴涨超20%，至每桶24.56美元。周三，美国能源信息署（EIA）公布的数据显示，截至5月1日当周，美国原油库存增加459万桶至5.322亿桶，升至2017年4月以来新高，但增幅低于分析师预估的增加780万桶，原油库存已连续15日增加，库存空间紧张进一步加剧，这导致当天油价大跌。周四油价继续下跌，在沙特上调6月官方销售价格（OSP）以及中国公布进出口数据显示4月原油进口量较3月有所反弹后，当天油价开盘后曾一度大涨，不过在供给过剩没有明显改善的情况下，一些投资者选择获利了结，从而导致油价反向下跌。但油价周四的下跌没有改变趋势，周五两大基准油价均暴涨超5%，原因是有消息称为应对由疫情导致的燃料需求崩溃，美国石油生产商减产，本周活跃石油和天然气钻井平台数量减少34个至374个，为有纪录以来80年的历史低点，美国油企停产速度要快于分析师预期，估计到6月底减产约170万桶/日。

OPEC+本月开始一致同意减产970万桶/日，在一定程度上缓解了供需矛盾，但如之前已经分析过的，这个减产幅度不及市场预期且远小于全球燃料需求已大降30%，因此全球供给过剩仍没有根本性改观。另外，根据过去的OPEC减产历史经验，OPEC+很难能做到严格有效地监控各个主要石油生产国的石油产量，目前看伊拉克、尼日利亚和安哥拉等一些产量较小的产油国执行力度并不高，可能会打击OPEC+的减产努力和信心。未来油价的走势仍取决于需求端，这又进一步取决于疫情如何变化以及各国为重启经济而放松封锁隔离措施到底对原油需求能够提振多少。考虑到目前疫情高峰仍没有过去，解封有可能反弹，我们仍对近期油价继续暴涨持谨慎态度。

3.4 黑色产业链分析：下游市场需求改善，加上运输成本上升倒逼产品价格，本周黑色产品大涨

节后黑色产品期货价格开盘后高开，在本周仅有的三个交易日里均实现上涨，创下近 2 个月以来的新高。周五，螺纹钢期货主力合约结算价格较上周（4 月 30 日）上涨 114 元/吨或 3.41%，至 3457 元/吨；焦炭上涨 70 元/吨或 4.16%，至 1751.5 元/吨；焦煤上涨 32 元/吨或 3.01%，至 1093.5 元/吨。

图 15：需求改善和成本上升导致本周黑色价格普遍大涨



资料来源：Wind、中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

本周黑色价格大涨，有两个原因：一是，节后需求明显临时性改善，现货交易放量，一些交易者担忧本月 21-22 日两会的召开使得近期一些钢厂停产和价格上升，因此提前进行了采购和备货；二是，5 月 6 日全国高速公路开始恢复收费，导致运输成本上升，倒逼单位利润本来就不高的钢厂提高产品售价，这也提振了期货市场投资者的情绪。从 3 月疫情遏制后，国家一直在加大财政投入、通过基建拉动经济复苏，本周召开的国常会更是增强了这个预期，加上经过前期五轮价格提涨，目前钢厂整体生产积极性较高，本周螺纹钢生产继续扩大规模，产量较上周增加 10.46 万吨至 368.98 万吨，处于在历史较高水平。螺纹钢库存本周继续减少，较上周下降 74.19 万吨至 1317.14 万吨，其中社会库存减少 46.45 万吨至 949.22 万吨，钢厂库存减少 27.74 万吨至 367.92 万吨。两者合计，本周螺纹钢表观消费量为 443.17 万吨，与上周基本持平。尽管螺纹钢库存与 3 月中旬历史最高值相比已大幅下降近 40%，但目前仍远高于往年同期 800-900 万吨的库存水平，加上产量较高，去库存压力仍较大。临近两会，为了配合两会的召开，一些钢厂可能会停产，并转向以去库存为主，预期近期螺纹钢产量和库存将出现双降，价格将进一步上涨。

焦炭焦煤方面，焦炭首轮提涨 50 元/吨的落地和利润的回升，提高了焦化企业的生产情绪。本周焦化企业高炉开工率继续回升，至 71.62%，较上周提高 0.36 个百分点；焦企焦炭积极去高库存，本周库存继续下降 3.1 万吨至 58.13 万吨，但降幅明显小于节前。尽管钢厂下游行业的需求正在逐渐改善，但临近两会，一些钢厂将被迫停产，影响对上游原材料焦炭的需求，焦炭价格近期有下降的可能。而焦企由于焦炭库存高对原材料焦煤的采购积极性不高，基本以按需采购为主，使得焦煤价格走势偏弱于焦炭的走势，不过煤炭供应一直相对宽松，因此焦煤价格本周的上涨可能更多地与节后运输成本上升有关。由于焦煤供给过剩的局面没有改变，下游需求又将受到停产的影响，焦煤期货价格有可能与焦炭一同回落。因此，黑色产品价格走势将出现分化。

3.5 人民币兑美元汇率分析：人民币汇率贬值，但我国率先从疫情防控状态转入经济恢复状态为人民币走势带来支撑

本周，人民币兑美元汇率中间价报 7.0788，较上周下调 0.31%。即期汇率报 7.0792，较上周下调 0.39%。五一假期期间，受美元指数升值影响，离岸人民币汇率贬值，5 月 1 日当天，离岸人民币兑美元最低曾至 7.1347，带动节后在岸的人民币贬值。然而 4 月中采 PMI 维持扩张区间，出口保持正向增长，显示在复工复产持续推进的状况下，中国经济出现一定的边际改善，与海外国家 PMI 指数不同程度萎缩形成对比，因此人民币虽贬值，但贬值幅度仍然弱于美元升值幅度，显示市场对人民币预期较为稳定，波动态势较为平稳。

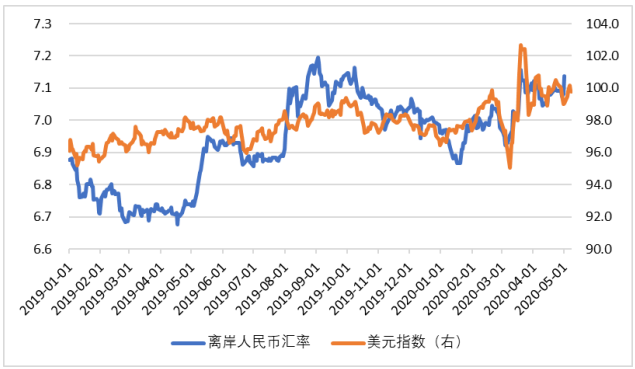
目前，欧元区主要国家，德国，法国等国受疫情影响程度较严重，虽然开始重启经济，但恢复进度可能较慢且不排除疫情发生反复的可能；与欧洲类似，美国疫情虽未完全得到控制，但已有超过 20 州逐步复工复产，疫情再度传播的风险增加，疫情对美国基本面负面影响短期内结束的可能性不大。与此相对应的，我国疫情防控措施到位，复工复产正在逐步接近或达到正常水平，整体国内经济展现出巨大韧性，经济结构不断优化，国际收支总体平衡的基础依然坚实，因此中国宏观经济基本面的持续改善对人民币汇率起到支撑作用，有能力保持人民币汇率在合理均衡的水平上基本稳定。

图 16：人民币兑美元汇率中间价较上周下调



资料来源：Wind，中航证券金融研究所，中航证券资管业务部

图 17：离岸人民币汇率贬值



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也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。港股股息率在全球领先，并显著高于 A 股股息率；A 股市场，可重点配置低估值水平的消费公司，标配估值低的银行、保险以及地产等行业龙头； 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）	低配	受国内及全球新冠疫情的影响，中小成长股二三季度业绩增长不确定性增大；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，短期估值水平存在向下压力；IPO 和再融资延续高速发行，股票供给面压力增加。短期适当降低配置比例，待估值水平回落后增加布局。
	金融	标配	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。
	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，近期市场情绪回落的情况下，短期估值水平存在一定向下压力，在估值

			水平回落入合理区间后再增加布局。
	消费	超配	消费已成为国内经济增长的核心驱动力，大消费是我国未来最具持续性增长的领域之一；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。
固收	现金类资产	增配	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	建议关注：1）积极布局逆周期主线，其中“促投资”相关主线把握传统基建、新基建板块，“促消费”主线把握汽车板块；2）与内需紧密相连的转债可以重点关注并提升仓位；3）科技方面重点关注半导体和新基建，但需要收缩战线，关注核心品种；4）金融转债正股的低估值加上价格的调整，已经到达可以增持的配置区域，另外具有公共事业加高股息性质的防

			御性品种可以适当介入。
商品	黑色产业链	标配	国内疫情基本得到控制，房地产、基建项目的复工加快推进，工业品累库速度已呈放缓趋势;同时全球宽松货币政策仍大概率延续，而国内扩张基建与房地产放松等逆周期政策加码的预期很强烈，也对市场形成一定程度支撑。
	原油	低配	全球疫情短期走向及经济发展走向难以预计，需求端短期回升难现，供给端不确定性仍大，原油预计仍然会有较大波动。
	黄金	超配	虽然当前疫情得到了一定遏制，但其对全球经济的影响以及未来可能导致的社会变化仍未明确，此类不确定性以及未知的央行政策支持力度，可能会持续驱动黄金的投资需求。从这个角度判断，我们认为金价未来仍有进一步的上涨空间。

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。