

金融市场分析周报

(2023.07.10-2023.07.14)

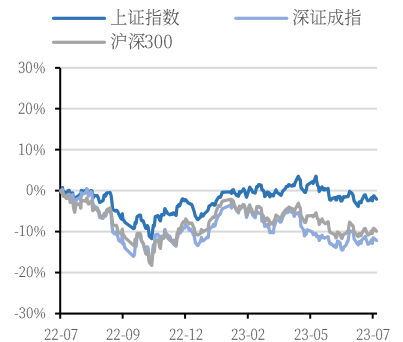
报告摘要

- CPI/PPI:** 6月CPI同比小幅回落至0%，主要原因是当月猪肉和成品油价格下跌，抵消了菜价上涨带来的影响，带动整体CPI涨幅回落，而其他商品和服务价格整体走势稳中偏弱。背后是在市场供给充分的同时，消费修复力度整体较为温和，这意味着当前政策面具备加大促消费力度的条件，迫切性也较强。6月PPI同比跌幅进一步走扩，一方面源于原油等国际定价大宗商品价格承压运行，另一方面国内煤炭价格持续下探，钢材价格反弹幅度尚有限，国内主导的大宗商品价格同比跌幅亦有所扩大。
- 金融数据:** 6月新增社融和信贷同比数据均大超预期。信贷方面，企业端，政策惯性下中长贷延续强势，预计仍将持续；居民端中长贷改善明显是6月社融的最大亮点，背后既有“贷款早偿”阶段性退潮的因素，也有大件消费超季节性改善的提振，地产角度销售数据与中长贷整体仍有背离，居民部门中长贷改善仍需观察。但M1同比增速继续回落，货币活化程度降低，指向经济恢复基础尚不牢靠，政策发力仍在途中。
- 进出口:** 中国6月出口再度超预期回落，除高基数外，海外经济走弱+出口价格回落等是主要拖累；进口同样超预期回落，跟PMI、地产、物价等信号一致，指向我国经济仍属弱现实。往后看，出口回落仍是大方向，全年可能小幅负增；节奏上看，年中左右可能是同比读数低点，后续降幅可能有所收窄。
- 资金面分析:** 税期临近，央行维持少量逆回购操作，资金价格上行；关注缴税走款下周央行公开市场支持情况。本周央行公开市场共有130亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了310亿元逆回购

主要数据

| | |
|-------|------------|
| 上证指数 | 3209.6298 |
| 沪深300 | 3867.1749 |
| 深证成指 | 11010.3578 |

主要指数走势图



作者

符旸 分析师
SAC执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

相关研究报告

外部流动性预期边际改善，经济企稳仍需稳增长政策发力 —2023-07-16
高基数下出口同比增速跌幅加深 —2023-07-14
社融和信贷温和改善，宽货币向宽信用转化仍是关键 —2023-07-13

操作，因此本周央行公开市场净投放 180 亿元。下周缴税走款，7 月份往往为缴税大月，本周前半周央行维持小额逆回购续作下，周四资金面有所波动，预计 7 月份缴税仍将对资金面有所冲击，关注央行公开市场支持情况。下周一存有 1000 亿元 MLF 到期，央行缩量续作的可能性不大，前几次 MLF 续作央行均小幅增量，本月延续此类操作的可能性亦较大。此外本周央行公开市场操作量位于低位，下周逆回购到期有限。同时政府债融资有所回落，持续位于低位，预计对于资金面影响有限。

- **利率债：资金面重回宽松，基本面数据本周全部发布：通胀+金融+进出口，CPI 即将转负，PPI 探底，金融数据受信贷支撑整体规模尚可，进出口数据一般也符合预期，并无超预期数据，市场对数据已不敏感，周五央行发布会再次波动市场。数据表现差强人意，利率债最近两周波动空间较小，无政策明显刺激下，方向不明确，此位置交易空间较小。6 月 CPI 同比持平，预期涨 0.1%，前值涨 0.2%。6 月 PPI 同比降 5.4%，预期降 5%，前值降 4.6%。具体来看，仅鲜菜 (+10.8) 与鲜果 (+6.4) 有一定的同比涨幅，其他品类均较弱，且鲜菜鲜果受天气影响较大，供给偏弱，但蔬菜水果供给能够快速补足，在高基数情况下高增速不会维持；交通燃料 (-17.6%) 与猪肉 (-7.2%) 表现较差，国际油价低迷，且全球进入衰退阶段，继续底部震荡；未来一季度内 CPI 可能继续弱势，未来两个月有转负的可能。金融数据：结构：居民贷款多增 1157 亿-短贷 632 长贷 463，长期贷款表现一般，和地产萎靡相印证，企业中长期贷款多增 1436 亿，票据融资少增 1617 亿社融：增速继续下滑，政府债继续拖累，少增 1 万亿，去年政府债发行节奏较快，导致基数较高；直接融资多增较少；但受信贷支撑，社融整体规模尚可，超市场预期。整体来看：居民疲软，企业中长期支撑，居民继续增加储蓄，居民消费意愿不足，收入增速下降。进出口：整体看，高基数+价格因素影响较大，基本是符合预期的数据，出口数量同比下行幅度远小于价格下行幅度，多数品类数量方面贡献为正。汽车的结构性支撑不足以扭转整体颓势。进口：降幅扩大，内需较弱，以原材料拖累为主，目前内需还看不到转向迹象，未来也将持续低迷。**

- **权益市场：6 月社融信贷数据超预期叠加 A 股上市公司中报披露惊喜，本周 A 股表现强势，主要指数除科创 50 外全部逆势上涨。**北上资金 7 月 10 日-7 月 14 日共 5 个交易日合计流入 198.44 亿元。上证指数最终报收 3237.70 点，同期深证成指上涨 1.76%，创业板指上涨 2.53%，分行业来看，30 个中信一级行业中有 24 个上涨，6 个下跌，其中石油石化、食品饮料、传媒领涨 3.33%、3.02%、2.83%；房地产、轻工制造领跌 1.53%、1.52%。当前市场估值仍处于历史较低的水平，国内 6 月经济数据显示物价数据不高、出口仍呈现压力，但社融信贷因政策稳增长而有所改善。经济数据逐渐筑底企稳，对市场上行形成一定支撑。国内经济企稳及市场对海外货币政策转向预期升温共同驱动人民币币值落入合理区间，短期内汇率方面对市场影响或减轻。在基金阶段性调仓后，短期内主题投资表现或较稳定，市场焦点或向有望逆境反转且拥挤度较低的方向扩散。除了前期受市场关注度较高的行业外，短期内重点看好交通运输，电力设备，农林牧渔等景气度较高、估值较低行业。
- **美元指数分析：美国 6 月份 CPI 数据不及预期，美元指数本周回落持续下跌，突破 100 大关。**本周美国 6 月份 CPI 数据公布，CPI 同比增长 3%，不及市场预期，且愈发靠近美联储 2% 的通胀目标，数据公布当日美元指数大幅下行。本周公布的 PPI 数据，周度就业数据等同业不及市场预期，与 CPI 数据相呼应。本周多位美联储官员发言，其中部分官员称尚未确定 7 月份是否需要继续加息，当前利率可能已经接近顶峰，而欧洲央行仍维持鹰派，其上月会议纪要显示欧洲央行 7 月份以后可能继续加息。多因素共同影响下本周美元指数持续下跌，突破 100 大关。

风险提示：货币政策超预期收紧 经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹
地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中爆发 美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长



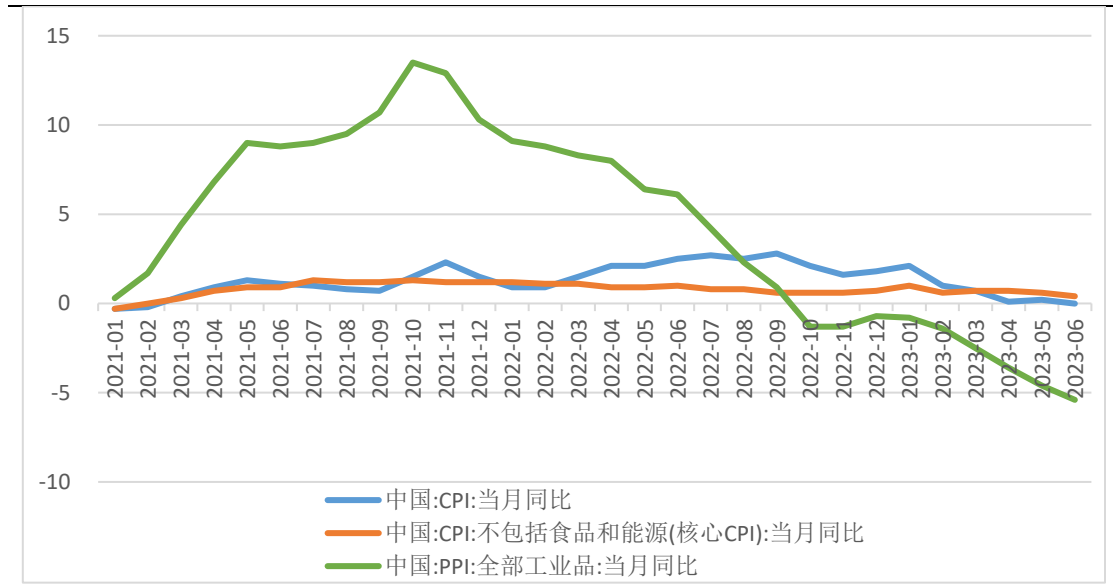
正文目录

| | |
|--|----|
| 一、 本周重点经济 | 5 |
| 1.1 通胀下行压力未缓解，7月 CPI 可能负增长 | 5 |
| 1.2 社融总量同比或见底，结构仍需观察 | 8 |
| 1.3 外需压制出口，价格压制进口 | 11 |
| 1.3 一周要闻 | 12 |
| 二、 固定收益市场分析 | 13 |
| 2.1 资金面分析：税期临近，央行维持少量逆回购操作，资金价格上行；关注缴税走款下周央行公开市场支持情况 | 13 |
| 2.2 利率债走势分析：央行本周小幅投放资金，本周金融经济数据密集发布，但市场反馈一般，小幅波动，利率债本周再次平收 | 15 |
| 2.3 存单信用债分析：存单融资额回落、信用债融资额增加；二级市场信用债收益率多数下行 | 17 |
| 三、 主要资产价格分析 | 18 |
| 3.1 权益市场分析：经济数据逐渐筑底企稳，对市场上行形成一定支撑。短期内重点看好交通运输，电力设备，农林牧渔等景气度较高、估值较低行业 | 18 |
| 3.2 美元指数分析：美国 6 月份 CPI 数据不及预期，美元指数本周回落持续下跌，突破 100 大关 | 19 |

一、 本周重点经济

1.1 通胀下行压力未缓解，7月 CPI 可能负增长

图 1： 6月 CPI 同比小幅回落至 0%，PPI 同比跌幅进一步走扩（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

CPI 或有 1-2 个月的同比负增

6月 CPI 同比持平，比前值低 0.2 个百分点回落至 0%，CPI 同比增速不及市场预期的 0.1%，显示出物价仍有三重压力。

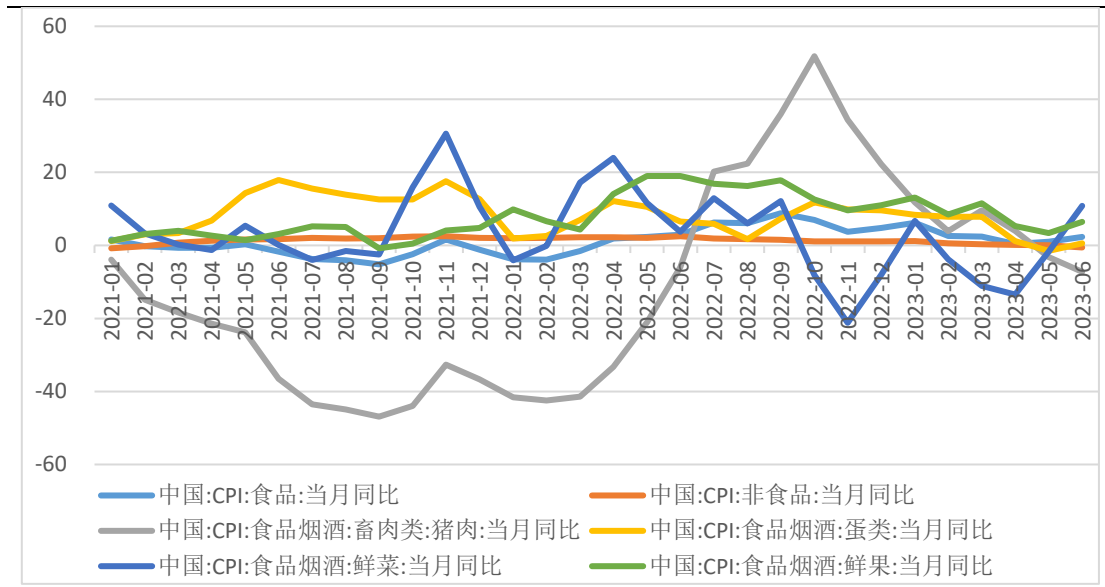
原油价格下跌和猪周期下行继续给 CPI 施加压力。6月布伦特原油价格中枢小幅下移，同时，去年同期油价基数走高，导致油价同比降幅明显扩大。在原油价格下跌之下，交通和通信项同比价格降幅继续扩大，交通工具用燃料项 CPI 已经连续 3 个月为负。不仅如此，猪周期下行也未结束。6月猪肉价格同比增速为-7.2%，降幅比 5 月扩大 4 个百分点，猪肉项对 CPI 的拖累进一步扩大，这也加剧了 CPI 的下行压力。

工业部门产能过剩仍对工业消费品价格有压制。今年 4 月以来，消费品 CPI 同比连续三个月处于负增长区间，扣除能源的工业消费品价格由 5 月环比持平转为 6 月环比下降 0.3%，导致 6 月工业消费品同比降幅继续扩大 1 个百分点，回落至-2.7%，扣除能源的工业消费品价格同比降幅也有扩大，进一步回落至-0.5%。

Q2 以来服务消费价格同比涨幅略有回调，显示需求恢复步调偏慢。二季度以来，服务消费价格同比增速一直有回调，6 月服务 CPI 同比继续回落至 0.7%，是今年以来的次低水平。4-6 月服务消费价格涨幅回调，显示需求恢复步调偏慢。在本轮复苏中，经济主要呈结构性复苏特征，即服务 CPI 表现好于消费品 CPI 表

现。而二季度呈现出来的物价组合是“消费品持续负增，服务涨幅略有回调”，这显示出二季度需求恢复步调比较缓慢。

图 2： 6 月食品价格上下震荡回落至 0% 附近，但非食品价格较为稳定 (%)



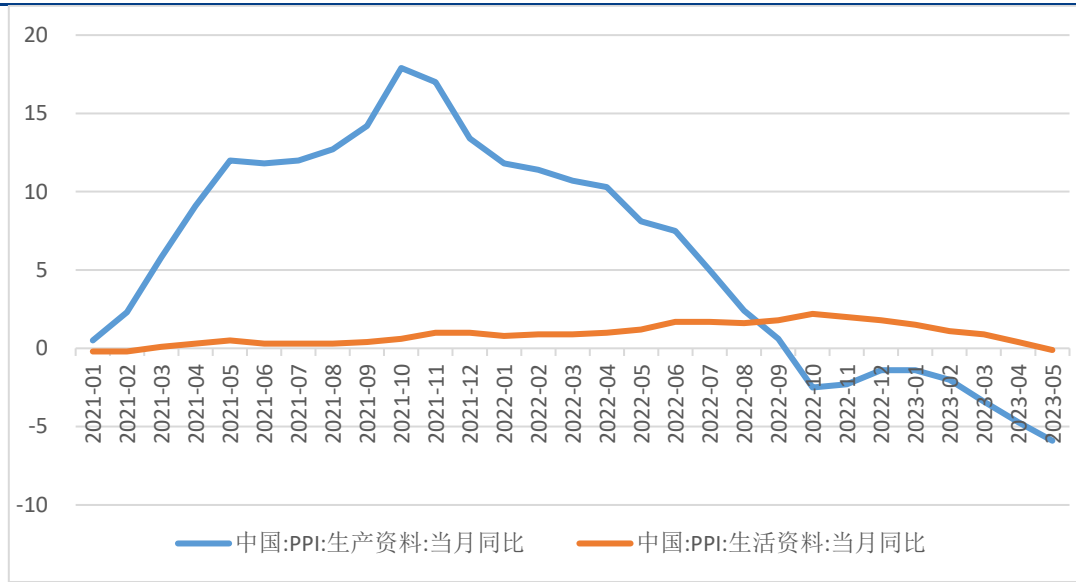
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

三季度 PPI 同比降幅或将收窄

6 月 PPI 同比降 5.4%，预期降 5%，前值降 4.6%。6 月 PPI 同比降幅连续第六个月扩大，PPI 的同比降幅不仅比市场预期更加悲观，而且创下 2015 年 12 月以后的新低。6 月 PPI 同比大幅回落既有去年基数的影响，也有今年大宗商品价格回落的影响。

6 月是最大的高基数效应。6 月 PPI 环比下降 0.8%，同比下降 5.4%，PPI 当月环比降幅出现收窄而同比降幅却在扩大，显示出 6 月 PPI 同比回落有去年基数的影响。其中，生产资料和生活资料 PPI 同比延续 5 月下降趋势，仍位于负增长区间。国家统计局数据显示，今年上半年，PPI 比去年同期下降 3.1%。从生产资料的大类行业来看，同比降幅最大的分项依旧是采掘业，同比降幅扩大至两位数 (-16.2%)，而原材料、加工工业价格分别为-9.5%和-4.7% (见图 7)。分行业看，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化学原料和化学制品制造业、煤炭开采和洗选业价格降幅在 14.9%-25.6%之间，且降幅均扩大，这些行业合计影响 PPI 同比下滑 2.81 个百分点，比 5 月影响扩大 0.71 个百分点。

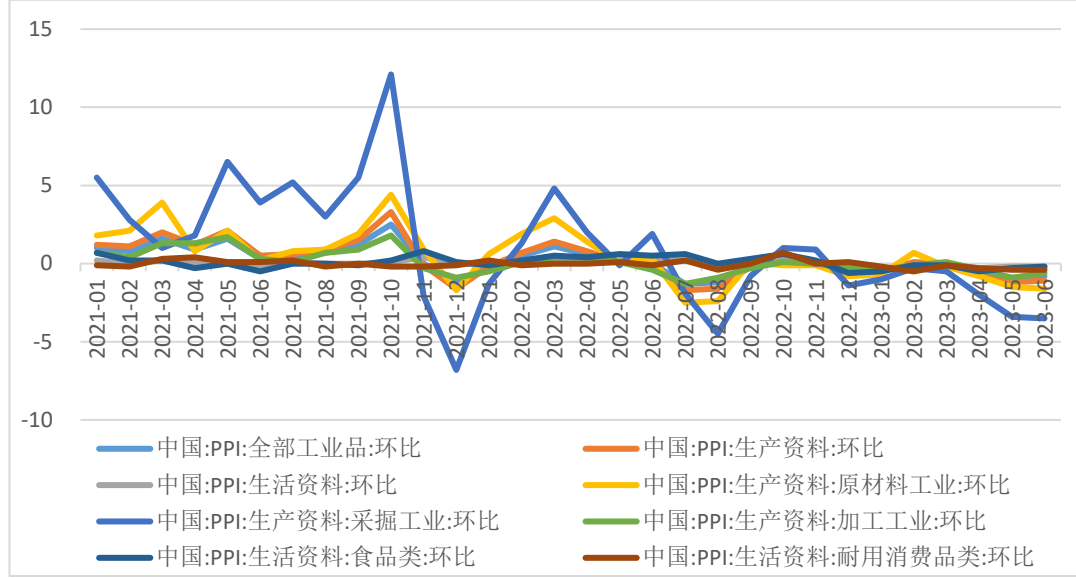
图 3： 5 月生产资料价格同比降幅扩大，生活资料由涨转降 (%)



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

石油、煤炭等大宗商品价格回落，多数行业价格环比延续下降趋势。受国际市场原油价格继续回落的影响，多数相关行业延续 5 月环比下降趋势。其中，石油煤炭及其他燃料加工业、石油和天然气开采业、有色金属冶炼和压延加工业价格分别环比下降 2.6%、1.6%、0.8%；而煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和压延加工业价格分别环比下降 6.4%和 2.2%。环比降幅上，PPI 环比降幅收窄主要源自上游的生产资料价格变动。6 月 PPI 环比下降 0.8%，降幅较 5 月收窄 0.1 个百分点。其中，生产资料价格降幅收窄 0.1 个百分点，而生活资料价格降幅与 5 月相同。需要注意的是，一些技术密集型行业价格环比小幅上涨。飞机制造、智能消费制造和医疗仪器设备及器械制造价格上涨 0.2%。此外，风力发电和太阳能发电价格分别上涨 2.6%和 1.4%。

图 4：石油、煤炭等大宗商品价格回落，多数行业价格环比延续下降趋势（%）



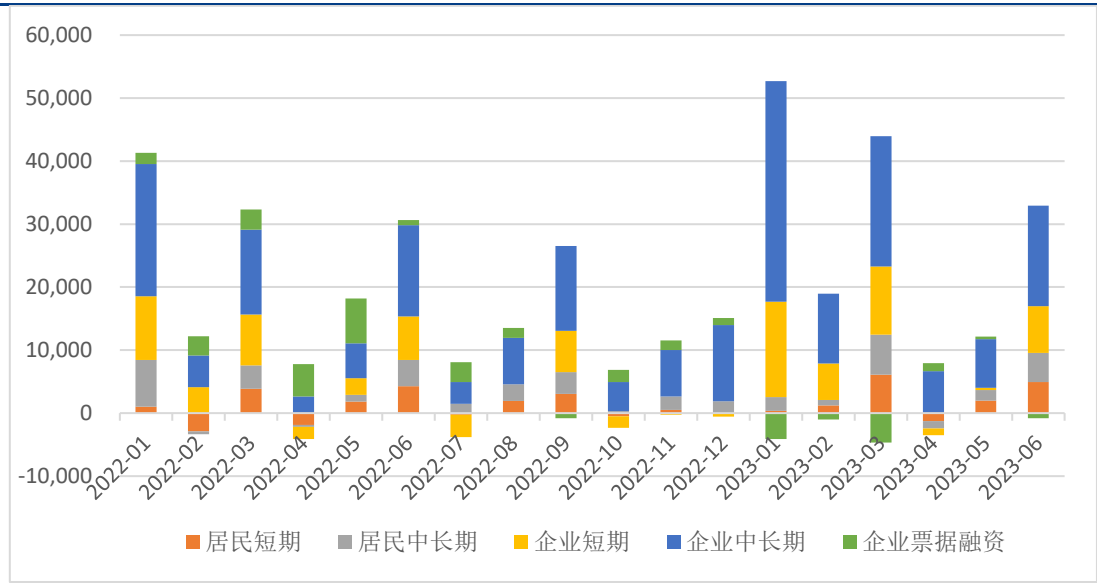
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.2 社融总量同比或见底，结构仍需观察

人民币信贷：居民信贷边际改善、企业端持续高增

6月新增人民币信贷规模超预期，居民端信贷显著好转，企业贷款维持韧性。2023年6月新增人民币贷款3.05万亿元，同比多增2400亿元。结构上看，居民户贷款增长是亮点，企业中长贷创新高。居民贷款新增9639亿元，同比多增1157亿元，比过去五年同期均值多增1305亿元，表明居民端信贷实质性回暖。居民贷款意愿边际提升，一则6月央行降息、降LPR，居民融资成本下行；二则商业银行持续下调个人消费贷款利率。需要注意，中长贷环比虽边际改善，但6月大中城市商品房成交面积同比大幅下滑，地产销售景气度未明显好转，与近五年均值相比，居民中长期贷款偏低，按揭贷款需求仍待提振。企业中长贷维持强势，同比多增1436亿元。上半年在稳增长政策的引导下，金融机构对中长期投资端的支持力度积极。企业短贷规模稳定增长，6月随着市场环境转暖，企业经营贷投放有所增加。票据融资同比少增1617亿元，6月票据利率由高点一路下行，尽管票据融资的规模有所下滑，但票据利率的下降一定程度揭示了实体需求的隐忧。

图5：居民信贷边际改善、企业端持续高增（亿元）

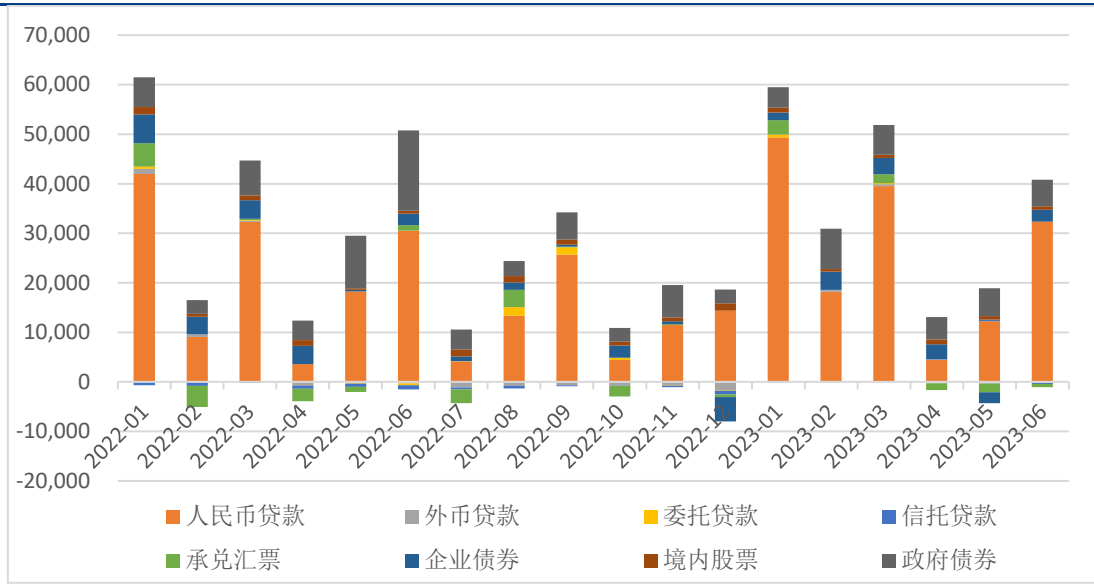


资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

社融：人民币信贷支撑社融总量高增

6月新增社融4.22万亿元，同比少增9726亿元，社融总量超预期，结构上人民币贷款为主要支撑项，政府债券大幅少增拖累社融。社融存量增速降至9.0%。与近5年同期均值相比，社融总量多增8152亿元，总体超市场预期。社融口径新增人民币贷款同比多增1825亿元。融资成本下行和金融机构的有意放量推升6月信贷投放增长。表外融资方面，未贴现票据同比少增1758亿元，委托与信托贷款小幅多增。委托和信托贷款分别受政策性金融工具、房地产企业信托贷款的支撑，上半年整体多增。未贴现银行承兑汇票的少增或反映企业经营环境仍有待改善。直接融资方面，政府债券同比少增10828亿元，为6月社融少增的最主要原因。与2022年相比，2023年专项债发行速度从5月起有所放缓，据Wind，6月专项债共发行3722亿元。向后看，第二批地方债额度（理论最高额度约1.9万亿）已下达，或主要在三季度发行。2022年7月开始专项债发行的基数显著放缓，预计下半年政府债券融资同比降幅将收窄，有望转向同比多增。

图 6: 人民币信贷支撑社融总量高增 (亿元)

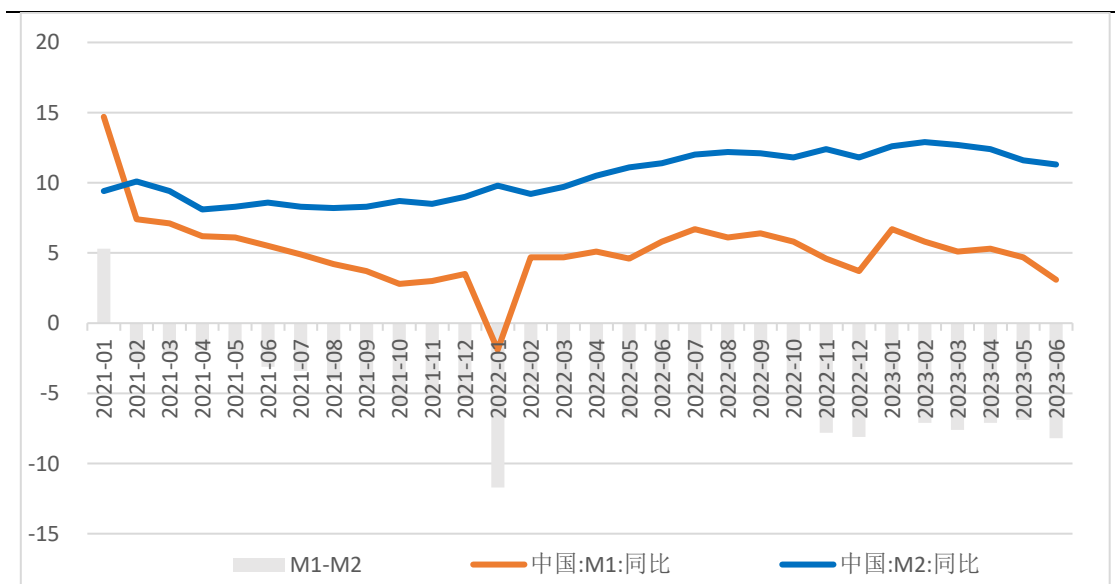


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

M2 与存款：实体经济活跃度仍待提振

M2 同比多增 1997 亿，且非银机构存款同比少减 2195 亿元，可以推断居民更多选择储蓄以及理财基金等投资。企业存款同比少增 8709 亿元。企业存款显著下滑或一方面反映居民存款向企业的转移偏弱；另一方面，结合企业贷款持续放量，或指向企业加大投资。财政存款同比多减 6129 亿元，6 月财政支出力度加强。M1 同比大幅回落，意味着企业活期存款下行，或反映 6 月经济复苏边际放缓，企业经营环境有待提升，当前需求仍有较大提振空间。一方面，流动性在银行间市场形成淤积，实体流动性需求偏弱；另一方面，地产销售 6 月再度遇冷，房企等企业部门生产经营的活跃度有限，同时，居民消费回暖速度仍较慢。

图 7： M1、M2 同比多增，但增幅略降（%）



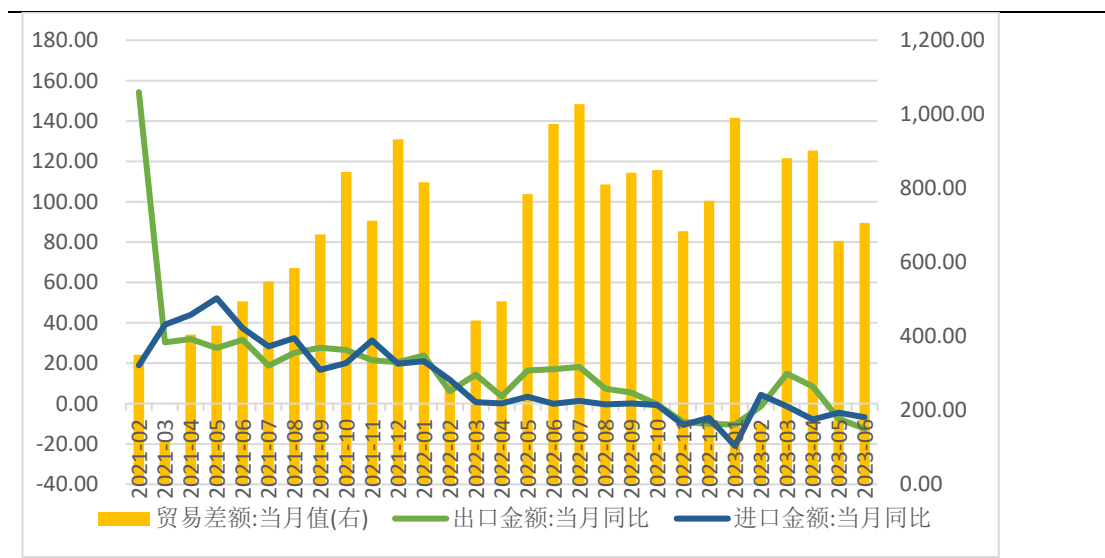
资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

1.3 外需压制出口, 价格压制进口

高基数弱外需压制仍存, 出口增速继续下探。

中国 6 月出口同比进一步下探, 低于市场预期, 一则去年同期基数走高, 二则本月出口金额边际仅有微升, 全球共振去库, 外需减弱影响仍在持续, 出口增速继续承压。基数方面, 去年同期有疫后订单集中发运以及欧美经济高通胀共同拉动我国出口; 外需方面, 全球制造业 PMI、主要发达经济体的制造业 PMI 均有下滑, 出口导向型的韩国与越南出口持续负增, 3 月以来我国制造业 PMI 新出口订单指数持续回落, 同样反映出外需偏弱。具体而言, 6 月我国对东盟及美欧三大贸易伙伴的出口同比均为负增且增速都进一步放缓, 其中欧美回落尤为明显。一方面随着我国贸易结构的重心转移, 与东盟的双边合作愈发紧密。另一方面, 欧美经济承压相对更重, 较快的大幅加息抑制其进口需求。此外, 本月对俄罗斯和南非的出口同比表现较优, 均为正增。出口总额同比负增长的商品范围也较上月有所扩张。本月机电产品和高基数产品同比持续下行, 对整体出口拖累明显。劳动密集型产品及地产后周期产品出口规模同比也持续收缩。不过汽车出口同比依旧强劲, 低基数加上我国汽车制造优势共同支撑其同比逆势上行。

图 8: 6 月进出口同比增速由正转负 (左轴: %, 右轴: 亿美元)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

价格拖累进口增速。

6月进口同比增速有所回落，环比也小幅下行，表现同样不及市场预期。增速的回落一方面来自基数的小幅走高，另一方面重点进口商品的价格下行也为拖累。具体商品来看，本月进口总额同比的主要拖累项一是原材料相关，二是机电产品和高新技术产品相关。重点工业原材料量价方面，数量多为上行，价格则普遍下跌，其中铁矿砂及其精矿、铜矿砂及其精矿、原油进口量同比正增，但价格跌幅更为明显，因此进口总额同比仍为负增长。价格是主要拖累，需求不足也对进口也存在一定约束。一是外需偏弱影响我国生产，从而影响对生产所需的部分原材料及中间品的进口需求。二是国内需求还在逐步企稳阶段，难以对进口形成强劲拉动。6月 PMI 新订单指数仍处在收缩区间。6月钢材、铜材、二极管、集成电路等重点商品进口数量的同比下降也对进口总额形成拖累。

进出口或呈反向变动。

6月进出口同比均较前值回落且不及市场预期，高基数、弱外需、低价格仍是拖累因素，新兴市场和优势产品的韧性依旧强劲。后续出口与进口或遵循不同走势，一方面，海外经济向下趋势未止，叠加出口基数走高，一段时间内出口将面临较大压力。另一方面，随近期大宗商品价格的反弹，价格对进口的拖累或将减弱，并且根据我国 PMI 以及金融数据释放的积极信号来看，内需也在逐步企稳，这也有望从需求方面提升进口总额。政策方面，一是出口承压将凸显稳内需的必要性，由此国内消费、投资方面，政策托举必要性增强。二是外贸企业对我国就业起到重要作用，“外贸稳规模优结构”相关措施也同需落实完善。

1.3 一周要闻

1) 美国通胀大幅降温，6月 CPI 涨幅超预期回落。美国劳工统计局本周公布数据显示，美国6月 CPI 同比上涨 3%（预期 3.1%，前值 4%），连续 12 个月涨幅回落，且为 2021 年 3 月以来最小涨幅。环比来看，美国 6 月 CPI 上涨 0.2%，预期 0.3%，前值 0.1%。剔除波动性较大的食品和能源价格后，美国 6 月核心 CPI 同比上涨 4.8%，为 2021 年 11 月以来最小涨幅，预期 5.0%，前值 5.3%；6 月核心 CPI 环比上涨 0.2%，预期 0.3%，前值 0.4%。数据公布当日美元指数大幅回落，美国三大股指全线收涨。

2) 中国人民银行副行长刘国强 14 日在国新办举行的新闻发布会上表示，当前经济面临的一些挑战属于疫后经济复苏过程中的正常现象，应对超预期挑战和变化仍有充足的政策空间。目前我国没有出现通缩，下半年也不会有通缩风险，CPI 年底有望向 1% 靠拢。当前人民币汇率有所贬值但没有偏离基本面，不会出现“单边市”，应对汇率波动既不会没有定力，也不会太佛系。房地产市场逐步进入常态化，上半年个人住房贷款累计发放 3.5

万亿元，同比多发放超过 5100 亿元，对住房销售支持力度明显加大。银行净息差已收窄至 1.7% 附近，银行下调存款利率表明存款利率市场化程度在进一步提高。

3) 央行公布上半年金融统计数据，虽然同比增幅多数回落，但数据整体超市场预期。数据显示，中国上半年新增人民币贷款 15.73 万亿元，同比多增 2.02 万亿元；新增人民币存款 20.1 万亿元，同比多增 1.3 万亿元。其中，6 月人民币贷款增加 3.05 万亿元，同比多增 2296 亿元；人民币存款增加 3.71 万亿元，同比少增 1.12 万亿元。上半年社会融资规模增量累计为 21.55 万亿元，比上年同期多 4754 亿元。其中，6 月社融规模增量为 4.22 万亿元，比 5 月多 2.67 万亿元，比上年同期少 9859 亿元。6 月末，广义货币（M2）余额 287.3 万亿元，同比增长 11.3%；社会融资规模存量为 365.45 万亿元，增长 9%。

二、固定收益市场分析

2.1 资金面分析：税期临近，央行维持少量逆回购操作，资金价格上行；关注缴税走款下下周央行公开市场支持情况

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场全口径净投放 180 亿元

本周央行公开市场共有 130 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 310 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场净投放 180 亿元。下周央行公开市场将有 310 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 20 亿元、20 亿元、20 亿元、50 亿元、200 亿元。此外，下周一（7 月 17 日）还将有 1000 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 | 50 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 7 天 | 20 | 20 | 20 | 50 | 200 |
| 14 天 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| MLF（投放）365D | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| MLF（回笼）365D | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 央行票据 3 个月 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 国库现金定存 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净投放 | -30 | 0 | 0 | 30 | 180 |

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

资金面的复盘：税期临近，央行维持少量逆回购操作，资金价格上行。本周资金面整体维持平衡宽松态势，但下周税期将至，随税期临近，央行本周前半周仍维持每日 20 亿元逆回购操作。本周四起资金面小幅波动，本周五央行小幅增量投放，资金面仍维持平稳，资金价格季节性上行。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.4629%，R007 加权平均升至 1.9624%；交易所回购利率 GC001 加权平均升至 1.8650%，GC007 加权平均升

至 2.0200%。

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 | 1.3024 | 1.3333 | 1.3710 | 1.5772 | 1.4629 |
| | R007 | 1.8894 | 1.9081 | 1.9102 | 1.9134 | 1.9624 |
| | R014 | 1.9410 | 1.9706 | 1.9751 | 2.0046 | 2.0531 |
| | R021 | 2.1004 | 2.0850 | 2.1123 | 2.0977 | 2.1297 |
| | R1M | 2.2089 | 2.2048 | 2.2586 | 2.1609 | 2.1566 |
| 上交所协议回购 | 206001 | 3.5400 | 3.2970 | 3.4150 | 3.7970 | |
| | 206007 | 3.0340 | 2.9760 | 2.9430 | 2.9070 | 3.3130 |
| | 206014 | 3.8670 | 3.7800 | 3.6140 | 4.3960 | 4.9190 |
| | 206021 | 4.8840 | 3.5190 | 5.1180 | 5.0780 | 6.2090 |
| | 206030 | 4.6570 | 4.7720 | 4.5500 | 5.2160 | 5.0540 |
| 利率互换定盘：1Y | FR007 | 2.0265 | 2.0262 | 2.0339 | 2.0407 | 2.0448 |

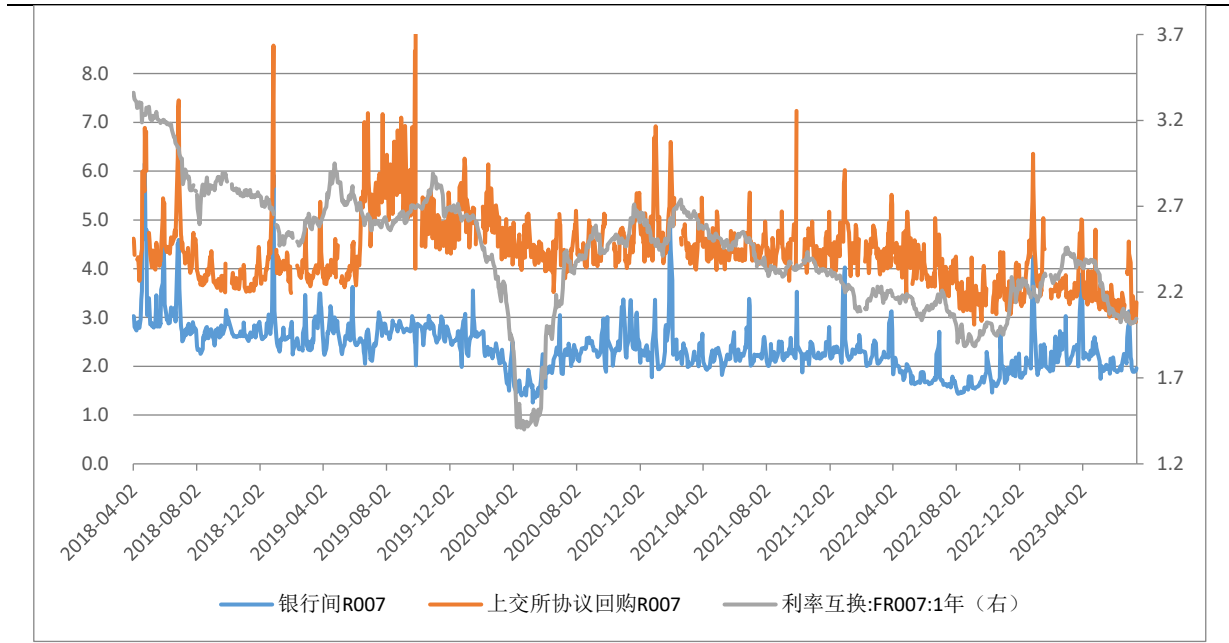
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2) 资金面的展望：税期来临，关注央行公开市场支持情况

近日中国人民银行货币政策委员会 2023 年第二季度例会召开，会上指出我国稳健的货币政策精准有力，加大逆周期调节力度，综合运用政策工具，切实服务实体经济，有效防控金融风险。整体来看，央行再提跨周期调节，说明经济复苏阶段政策支持仍不可缺席，预计未来货币政策主要方向仍为宽信用，资金面快速转向的可能性相对较小。但随央行降息，宽信用推进可能加快，6 月份金融数据表现超预期，关注未来资金面转向可能。

下周缴税走款，7 月份往往为缴税大月，本周前半周央行维持小额逆回购续作下，周四资金面有所波动，预计 7 月份缴税仍将对资金面有所冲击，关注央行公开市场支持情况。下周一存有 1000 亿元 MLF 到期，央行缩量续作的可能性不大，前几次 MLF 续作央行均小幅增量，本月延续此类操作的可能性亦较大。此外本周央行公开市场操作量位于低位，下周逆回购到期有限。同时政府债融资有所回落，持续位于低位，预计对于资金面影响有限。

图 9：各期限资金价格走势（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析：央行本周小幅投放资金，本周金融经济数据密集发布，但市场反馈一般，小幅波动，利率债本周再次平收

1) 利率债走势复盘：央行本周小幅投放资金，本周金融经济数据密集发布，但市场反馈一般，小幅波动，利率债本周再次平收

周一，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。Wind 数据显示，今日 50 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 30 亿元。今日发布通胀数据，继续较弱，T 十点后拉起至水平线，后续水平震荡，现券各期限接近平收，均小幅度震荡；

周二，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。当日 20 亿元逆回购到期，因此单日完全对冲到期量。今日期货表现略好于现货，t 午后震荡向上，但临近收盘略有回撤；现券方面在社融数据发布后，未出现大幅波动，日终长端小幅下行 0.1-0.4bp；

周三，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。当日 20 亿元逆回购到期，因此单日完全对冲到期量。昨日晚间发布金融数据，今日现券较稳定，期货尾盘小幅拉升至水上，整体小幅波动，现券整体略微上行，仅 7-10 年国开小幅下行；

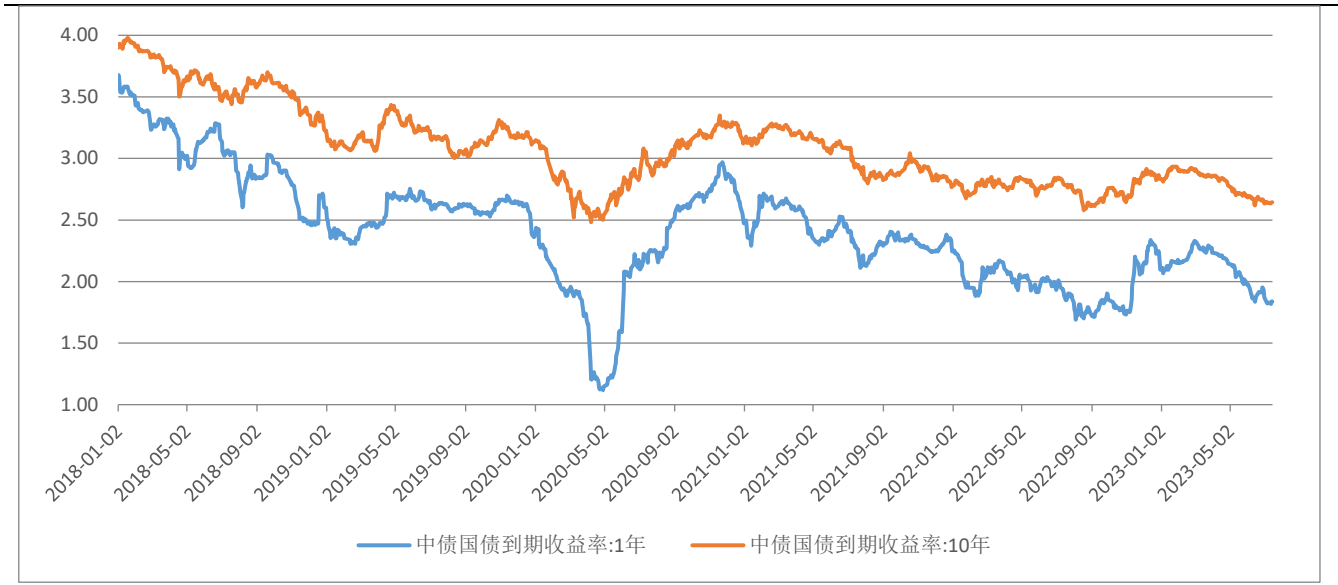
周四，央行开展 50 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。当日 20 亿元逆回购到期，因此单日净投放 30 亿元。流动性较前日有所收紧，dr7 重回 1.8%，利率债短端上行，长端波动较小，日终长端上行 0.5bp，今日进出口数据如预期低迷，并未影响情绪；

周五，央行开展 200 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。当日 20 亿元逆回购到期，因此单日净投放 180 亿元；本周央行公开市场共有 130 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 310 亿元逆回购操作，因

此本周央行公开市场净投放 180 亿元。早盘低迷，但 11 点受央行国新办新闻发布会货币政策发言影响，降准传闻再现，t 拉升，现券跟随，但随后回落至水下，t 以微跌收盘，现券波动较小，各期限均小幅上行；

本周活跃券 10 年国债活跃券 230012 由 2.6400% 累计上行 0.5bp 至 2.6450%，10 年国开活跃券 230205 由 2.8230% 累计下行 0.3bp 至 2.8200%。

图 10: 国债收益率 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

2) 利率债展望: 资金面重回宽松, 基本面数据本周全部发布: 通胀+金融+进出口, CPI 即将转负, PPI 探底, 金融数据受信贷支撑整体规模尚可, 进出口数据一般也符合预期, 并无超预期数据, 市场对数据已不敏感, 周五央行发布会再次波动市场。数据表现差强人意, 利率债最近两周波动空间较小, 无政策明显刺激下, 方向不明确, 此位置交易空间较小

通胀 CPI/PPI: 6 月 CPI 同比持平, 预期涨 0.1%, 前值涨 0.2%。6 月 PPI 同比降 5.4%, 预期降 5%, 前值降 4.6%。具体来看, 仅鲜菜 (+10.8) 与鲜果 (+6.4) 有一定的同比涨幅, 其他品类均较弱, 且鲜菜鲜果受天气影响较大, 供给偏弱, 但蔬菜水果供给能够快速补足, 在高基数情况下高增速不会维持; 交通燃料 (-17.6%) 与猪肉 (-7.2%) 表现较差, 国际油价低迷, 且全球进入衰退阶段, 继续底部震荡; 猪价去年高位维持到 10 月, 二者短时间内价格大幅转增可能性较低。其他品类, 出行链条尚可, 地产链偏弱。未来一季度内 CPI 可能继续弱势, 未来两个月有转负的可能。PPI: 采掘和原材料加工业拖累, 煤炭和非金属矿物制品价格跌幅扩大。PPI 将迎来低基数阶段, 后续会有一定幅度提升。

金融数据: 结构: 居民贷款多增 1157 亿-短贷 632 长贷 463, 长期贷款表现一般, 和地产萎靡相印证, 企业中长期贷款多增 1436 亿, 票据融资少增 1617 亿社融: 增速继续下滑, 政府债继续拖累, 少增 1 万亿, 去年政府债发行节奏较快, 导致基数较高; 直接融资多增较少; 但受信贷支撑, 社融整体规模尚可, 超市场预期。整体来看: 居民疲软, 企业中长期支撑, 居民继续增加储蓄, 居民消费意愿不足, 收入增速下降。

进出口: 6 月出口 (以美元计价) 同比降 12.4%, 预期降 10.2%, 前值降 7.5%; 进口降 6.8%, 预期降 3.8%, 前值降 4.5%; 贸易顺差 706.2 亿美元。出口商品: 除汽车外, 其他均表现不好, 汽车主要拉动, 出口区域: 和

之前一样，对俄罗斯（90.9%）增速较快，对欧（-12.9%）美（-23.7%）日（-15.6%）东盟（-16.9%）均表现较差，全球经济景气度下滑，6月摩根大通全球制造业 PMI 为 48.8%，较 5 月下滑 0.8 pct。整体看，高基数+价格因素影响较大，基本是符合预期的数据，出口数量同比下行幅度远小于价格下行幅度，多数品类数量方面贡献为正。汽车的结构支撑不足以扭转整体颓势。进口：降幅扩大，内需较弱，以原材料拖累为主，目前内需还看不到转向迹象，未来也将持续低迷。

本周五再次提及货币政策，目前看可能有加力的可能；数据表现差强人意，利率债最近两周波动空间较小，无政策明显刺激下，方向不明确，此位置交易空间较小。

2.3 存单信用债分析：存单融资额回落、信用债融资额增加；二级市场信用债收益率多数下行

1) 一级市场发行：存单融资额回落、信用债融资额增加

同业存单方面，本周同业存单净融资规模为-1,168.00 亿元，发行总额达 4,067.60 亿元，平均发行利率为 2.1264%，到期量为 5,235.60 亿元。同业存单融资额环比回落。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 0.73bp 报 1.9893%，3M 期存单平均发行利率较上周上行 0.11bp 报 2.1152%，6M 期存单平均发行利率较上周上行 2.26bp 报 2.2471%，9M 存单平均发行利率较上周上行 3.75bp 报 2.3484%。

信用债方面，本周非金融企业短融、中票、定向工具、企业债和公司债合计发行量约 2,525.02 亿元，环比增加 838.86 亿元，偿还量约 2,209.61 亿元，净融资额约 315.41 亿元，环比增加 557.64 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率整体下行

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率多数下行，1 年期各评级信用债收益率下行 1.02bp~3.01bp，3 年期各评级信用债收益率下行 1.74bp~上行 1.26bp，5 年期各评级信用债收益率下行 1.22BP~2.15bp。

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 | 2.4013 | 5.80% | -1.02 |
| 信用债(AAA):3 年 | 2.7135 | 4.30% | 1.26 |
| 信用债(AAA):5 年 | 3.0181 | 2.80% | -2.15 |
| 信用债(AA+):1 年 | 2.4942 | 5.50% | -1.51 |
| 信用债(AA+):3 年 | 2.9819 | 5.40% | -1.74 |
| 信用债(AA+):5 年 | 3.3213 | 4.30% | -2.15 |
| 信用债(AA):1 年 | 2.5592 | 5.20% | -3.01 |

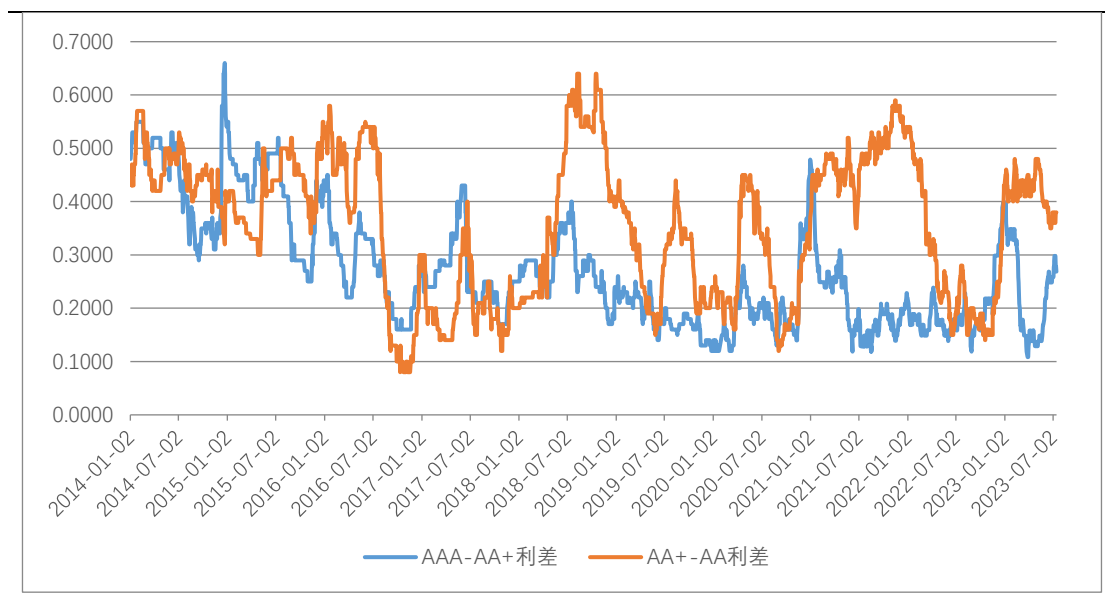
| | | | |
|------------|--------|-------|-------|
| 信用债(AA):3年 | 3.3619 | 9.60% | 0.26 |
| 信用债(AA):5年 | 3.7213 | 5.00% | -1.22 |

资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

期限利差方面, AAA级、AA+级、AA级 3Y-1Y 利差分别扩大 2.28bp、缩小 0.23bp、扩大 3.27bp, 5Y-3Y 利差分别缩小 3.41bp、缩小 0.41bp、缩小 1.48bp。

评级利差方面, 本周 AA+与 AAA 之间利差为 27bp, 较上周缩小 3bp, AA 与 AA+之间的利差为 38bp, 较上周扩大 2bp。

图 11: 各评级信用利差变动 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析: 经济数据逐渐筑底企稳, 对市场上行形成一定支撑。短期内重点看好交通运输, 电力设备, 农林牧渔等景气度较高、估值较低行业

1) 权益市场走势复盘: 本周 A 股表现强势, 主要指数除科创 50 外全部逆势上涨

上证指数最终报收 3237.70 点, 同期深证成指上涨 1.76%, 创业板指上涨 2.53%, 市场情绪方面, 本周市场活跃度有所下降, 日均成交额为 8593.90 亿元, 较上周减少了 304.59 亿元。估值方面, A 股整体市盈率为 17.80 倍, 较上周回升 1.22%。

北向资金本周呈流入状态, 净买入金额为 198.44 亿元。上证 50 上涨 2.35%, 沪深 300 上涨 1.92%, 中证 500 上涨 1.16%, 创业板 50 上涨 3.01%, 国证 2000 上涨 0.24%, 科创 50 下跌 0.03%。

7月3日-7月7日共5个交易日中, 30个中信一级行业中有24个上涨, 6个下跌, 其中石油石化、食品饮料、传媒领涨 3.33%、3.02%、2.83%; 房地产、轻工制造领跌 1.53%、1.52%。当前内外部环境有所改善, 对

市场影响偏积极。当前 A 股市场估值处于历史偏低水平，7 月中旬即将进入半年报密集披露期，市场对今年上半年产业景气度逐渐形成初步预期，公司预告向好率较去年同期有所提升。

2) 权益市场展望：

7 月中旬即将进入半年报密集披露期，市场对今年上半年产业景气度逐渐形成初步预期。首先，根据截至 7 月 13 日共 690 家上市公司已披露的半年报业绩预告，我们将 31 个申万一级行业中各行业业绩预喜（预增、略增、续盈、扭亏）企业占比进行排序，业绩预喜排名前 60%且近五年 PE 估值分位排序前 60%的行业共计 11 个。其次，截至 7 月 14 日 Wind 一致预测 2023 全年利润增速排名前 60%且近五年 PE 估值分位排序前 60%的行业共计 9 个。我们将同时满足上述两个条件的行业看作短期内高景气低估值行业，包括交通运输、电力设备、农林牧渔、非银金融、美容护理、轻工制造共 6 个行业。

其中，重点看好交通运输，电力设备及农林牧渔。随着二季度消费复苏，受到五一、端午小长假刺激，旅游、航运活跃，交通运输板块有望表现较好。7 月 1 日至 8 月 31 日为期 62 天的暑运，交通运输部门将加大运力投放，政策呵护下交通运输板块修复节奏有望继续加快。电力设备板块，7 月 11 日习近平总书记在中央全面深化改革委员会第二次会议上强调，电力系统体制改革将得到积极稳妥推进，推动能源生产和消费革命。电力设备板块的生产水平提高和大规模扩产使驱动成本不断降低，伴随夏季用电高峰到来，电力保供带动能源服务需求侧，电力设备板块盈利能力有望走强，能源系统体制改革背景下有望迎来板块估值回升。农林牧渔板块业绩受到生猪产能持续去化和生物育种产业化加速带动，作为周期性板块，随着基本面修复估值有望回升。根据中航证券农业组的观点，6 月能繁母猪产能明显去化，供需支撑白羽肉鸡行情改善，种业迎来政策期、技术期、行业期的“三期叠加”历史性机遇。

经济数据逐渐筑底企稳，对市场上行形成一定支撑。国内经济企稳及市场对海外货币政策转向预期升温共同驱动人民币币值落入合理区间，短期内汇率方面对市场影响或减轻。在基金阶段性调仓后，短期内主题投资表现或较稳定，市场焦点或向有望逆境反转且拥挤度较低的方向扩散。除了前期受市场关注度较高的行业外，短期内重点看好交通运输，电力设备，农林牧渔等景气度较高、估值较低行业。

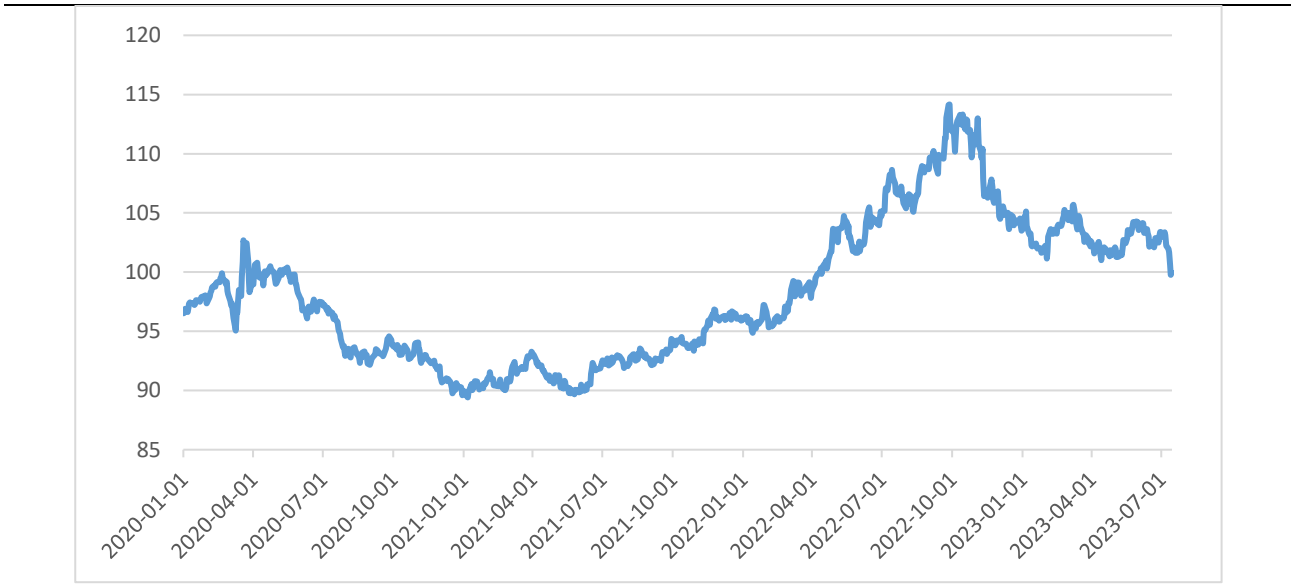
3.2 美元指数分析：美国 6 月份 CPI 数据不及预期，美元指数本周回落持续下跌，突破 100 大关

本周美元指数报 99.9633，较上周下跌 1.9894。本周美国 6 月份 CPI 数据公布，CPI 同比增长 3%，不及市场预期，且愈发靠近美联储 2%的通胀目标，数据公布当日美元指数大幅下行。本周公布的 PPI 数据，周度就业数据等同业不及市场预期，与 CPI 数据相呼应。本周多位美联储官员发言，其中部分官员称尚未确定 7 月份是否需要继续加息，当前利率可能已经接近顶峰，而欧洲央行仍维持鹰派，其上月会议纪要显示欧洲央行 7 月份后可能继续加息。多因素共同影响下本周美元指数持续下跌，突破 100 大关。

6 月份美联储虽然暂定加息，但会后发言鸽中带鹰，未来会议仍存加息可能，但另一方面，美联储在加息周期往往更加注重预期管理，实际操作上可能相较公开发言更偏鸽派。结合近期点阵图来看，本次美国加息周期可能已经接近高点，未来持续加息的空间明显减小。但同时虽然美国部分宏观数据指向下行，但通胀仍远高于 2%

的情况下，预计美联储仍将维持利率在高位一段时间。长期来看，虽然近期美国经济整体仍存有韧性，但衰退势头也逐步明显，银行业风险持续累积，预计未来随美国经济下行压力逐步增大，美联储存在比预计路径更早结束紧缩的可能。

图 12: 美元指数走势



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

风险提示: 货币政策超预期收紧 经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中爆发 美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

公司的投资评级如下：

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。

行业的投资评级如下：

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。

研究团队介绍汇总：

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

销售团队：

李裕淇，18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳，18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉，13764019163, zengjih@avicsec.com, S0640119020011

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，再次申明，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：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

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本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师个人的不同设想、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。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传 真：010-59562637