

金融市场分析周报

(2023.07.24-2023.07.28)

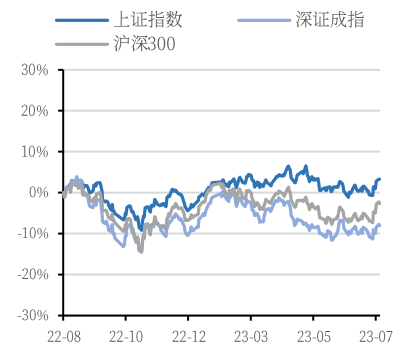
报告摘要

- 工业企业利润：**国家统计局网站7月27日信息显示，2023年上半年，全国规模以上工业企业实现利润总额33884.6亿元，同比下降16.8%，降幅较1-5月继续收窄2.0个百分点；6月规模以上工业企业利润同比下降8.3%，降幅较5月明显收窄4.3个百分点。从量价角度看，价格仍是工业企业经营效益的主要拖累。6月工业企业营业收入累计同比增速转负，同期工业增加值同比增幅走扩，工业品出厂价格仍为拖累。一方面，工业生产延续复苏，6月工业增加值环比增速实现0.7%，同比累计增速走扩至3.8%。但另一方面，上半年工业品价格延续下行趋势，价格继续负贡献，PPI、生产资料同比降幅分别较1-5月继续走扩0.5和0.6个百分点。而6月工业企业利润增速的改善，来自于利润结构的改善。
- 资金面分析：**临近跨月央行增大逆回购投放，资金价格维持平稳；随跨月结束，预计下周资金面将维持平衡。本周央行公开市场累计有1120亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了3410亿元逆回购操作和600亿元国库现金定存操作，因此本周央行公开市场全口径净投放2890亿元。临近跨月央行增大逆回购投放，资金价格维持平稳。下周跨月，资金面存季节性收紧趋势，但随本周央行增大逆回购投放，以及7月份跨月资金面波动相对有限，预计下周跨月前资金面大幅收紧的可能性较小。下周预计财政支出走款继续，一定程度将对资金面形成补充。政府债融资额有所回落，但预计仍将对资金面有所影响。本周央行适当增大逆回购投放，下周逆回购到期量有所增加，可能增加资金面压力。整体来看，跨月期间资金面未出现明显波动，随跨月结束，预计下周资金面将维持平稳。

主要数据

上证指数	3290.9493
沪深300	3998.001
深证成指	11143.2347

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: fuyys@avicsec.com

相关研究报告

制造业PMI触底反弹，静待稳增长政策进一步显效 —2023-08-01
政治局会议指明方向，对下半年经济应给予更多信心 —2023-07-30
美联储重启加息，对后续政策保留灵活空间 —2023-07-28

- **利率债**：发布城中村改造意见，政治局会议内容超预期，对市场产生较大影响，工业利润数据转好，同时住建部对楼市政策放松表态，整体来看，政策端继续主导市场预期，加大市场波动，短期内也会受到权益市场走高，风险偏好调整而仍有继续调整的可能，但长期看弱现实能否转变仍有较大的不确定性，调整较大或可带来交易性机会。**工业企业利润**：6月单月，全国规模以上工业企业利润6月同比下降8.3%，降幅较5月份（12.5%）收窄；制造业中计算机通信和电子制造业、专用设备、金属制品业利润拉动较大，汽车增速由于基数影响回落较大，形成拖累。企业性质方面，民营利润改善，国企和外资利润降幅走扩。**城中村改造**：城中村改造在Q1政治局会议也被提及，年初至今，上海、广州等多个城市也相继发布改造细则。对市场影响较小，不必过度解读。**政治局会议**：整体认可经济发展，增加表述“总体回升向好，高质量发展扎实推进”“我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变”，较为超预期的是地产：增加表述“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”，“盘活改造各类闲置房产”未提及“房住不炒”；**债务**：增加表述“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，未提及“严控新增隐性债务”。整体看，“我国房地产市场供求关系发生重大变化”，卖方市场已转化成买方市场，但一线由于供需关系政策转向可能性同样较小，且一线楼市有虹吸效应，地产全面普涨拉动经济的情景已不在，未来将是结构化市场。地方债务表述的转变，意味着后续可能会有特殊再融资债对隐债的化解，宽信用预期增加，但隐债化解各地有各地不同的情况，针对性的政策和各地的落实是关注点。对于“活跃资本市场”为首次提及，目前权益市场较弱，但政策端可能会带来一定利好，需要关注相关政策落地，并需警惕市场风险偏好提升带来的股债翘板效应。
- **权益市场**：本周中央政治局会议召开，有关房地产、资本市场等多个领域利好政策频出，修复市场信心，指数强劲反弹，成交有所回暖。北上资金7月24日-7月28日共5个交易日合计流入345.06亿元。上证指数最终报收3275.93点，同期深证成指上涨2.68%，创业板指

上涨 2.61%。分行业来看，30 个中信一级行业中有 25 个上涨，5 个下跌，其中非银行金融、房地产、钢铁领涨 11.75%、9.75%、7.05%；传媒、电子、通信领跌 2.91%、0.65%、0.48%。本周中央政治局会议召开，在房地产、资本市场等多个领域回应市场关切，随后证监会、住建部等部委也进行了积极表态。国内政策预期引导市场表现，使本周 A 股强势上行。第二季度沪深 A 股融资余额整体呈现缩量态势，杠杆资金缩量或反映市场风险偏好降低。在此背景下，TMT 板块主题热度出现回调。往后看大消费板块在利好政策刺激下有望回升，市场风格有望更加均衡。经济数据逐渐筑底企稳，对市场上行形成一定支撑。随着本轮投资端改革政策的连续落地，A 股活跃度有望提高，基金发行有望回升，带动 A 股上行。短期内主题投资表现或较稳定，市场风格或走向均衡。非银金融、通信等中报景气度较高，且具备中特估属性配置价值或较高。扩大内需政策呵护下，消费板块有望迎来反弹，短期内我们重点看好房地产、家用电器、食品饮料等行业。

- **美元指数分析：美联储如期加息 25bp，但美国二季度 GDP 超预期，本周美元指数反弹。**本周美联储如期加息 25bp，符合市场预期。美联储声明显示，当前经济活动以温和步伐扩张，就业增长强劲，失业率保持低位，9 月份加息仍不确定，会议决议公布后美元指数变化有限。本周欧洲央行同样加息 25bp，符合市场预期。本周多项美国关键宏观数据公布，其中本周四公布的美国二季度 GDP 年化率初值升 2.4%，大幅高于市场预期，受此影响，数据公布后美元指数大幅反弹。

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、 本周经济重点	5
1.1 工业企业利润持续改善	5
1.2 一周要闻	5
二、 固定收益市场分析	6
2.1 资金面分析：临近跨月央行增大逆回购投放，资金价格维持平稳； 随跨月结束，预计下周资金面将维持平衡	6
2.2 利率债走势分析：央行本周跨月投放资金，政治局会议相关表述加 大波动，弱数据下利率债受政策传闻影响震荡上行	8
2.3 存单信用债分析：存单融资额回落、信用债融资额反弹；信用债收 益率整体上行	10
三、 主要资产价格分析	12
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	12
3.2 美元指数分析：美联储如期加息 25bp，但美国二季度 GDP 超预 期，本周美元指数反弹	13

一、 本周经济重点

1.1 工业企业利润持续改善

2023年1-6月规模以上工业企业利润较前一年减少16.8%，6月当月同比下降8.3%，跌幅较前一月的12.6%进一步收窄。剔除基数影响取四年年化增速，6月利润当月同比从前一个月的4.3%回升至5.5%，连续第二个月回升，反映当前工业企业盈利持续改善。

从影响工业利润的因素来看，量增价减，利润率边际改善。6月PPI同比跌幅从前一月的4.6%扩大至5.4%，价格仍对企业利润有一定拖累。不过，量对利润的贡献增加，6月规模以上工业增加值同比增长4.4%，较前一月的3.5%有所回升。利润率的改善主要是由于每百元营收中单位成本的明显减少。虽然单位费用小幅增加，但累计营收利润率仍从前一月的5.19%回升至5.41%，同比跌幅从前一月的11.0%收窄至5.3%。利润率的变化为企业利润边际改善提供较强支撑。

从具体行业来看，中游行业利润占比明显提升。

我们对15个重点行业的当月利润按上、中、下游进行分组加总，发现6月中游行业利润占比明显回升至53.1%，为有观测值以来的相对高位。取四年年化平均增速后，我们发现上游行业中有色的利润同比增速由负转正、明显改善，钢铁行业的利润跌幅小幅收窄，但其他行业利润仍在边际走低。中游行业中，除通用设备外其他行业增速或改善或与前一月基本持平，其中电子设备行业利润改善较为显著。下游行业中仅有医药行业利润边际改善，其他行业利润仍相对承压。

从各行业的利润驱动因素来看，中下游行业主要受益于利润率回升。

上游行业中钢铁和有色利润改善，是由于6月以来受国内需求边际回升、美元走弱影响，钢材和有色的价格开始止跌回升，量也有所增加。中游行业的利润增速均保持正增，主要受益于量的增加和利润率的改善，尤其是电子设备行业，其利润增速明显抬升，主要是由于利润率大幅边际改善。下游消费品行业中，利润率是影响利润的主要因素。医药行业利润改善主要得益于利润率同比增速回升，但其他下游行业的利润率均在边际走低，对利润有一定拖累。值得注意的是，汽车行业的利润增速由正转负，还受到量的下跌的影响。

总体看，工业企业利润继续边际改善。

其中中游装备制造业修复较快，利润占比明显抬升；上游行业中价格有支撑的钢铁和有色行业利润也在边际回升；下游行业利润则相对承压。下一阶段，企业利润空间要进一步打开，需要政策支撑推动国内需求持续修复。7月政治局会议强调“要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备”，下半年宏观政策或加大调控力度，我们认为企业盈利或将持续改善。

1.2 一周要闻

1) 本周中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议指出，我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变。会议强调，做好下半年经济工作，要着力扩大内需、提振信心、防范风险；要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备；要继续实施积极的财政政策和稳健

的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策，发挥总量和结构性货币政策工具作用，大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展；要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；要活跃资本市场，提振投资者信心。

2) 本周美联储 7 月份议息会议召开，会后美联储如期加息 25 个基点，将联邦基金利率的目标区间上调至 5.25%到 5.50%，创 2001 年 1 月以来最高。本次加息周期美联储已累计加息 11 次，累计加息幅度达 525 个基点。FOMC 声明显示，经济活动以温和步伐扩张；就业增长强劲，失业率保持低位。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，未来加息仍将取决于数据，美联储没有决定每隔一次会议加息。今年不会降息，FOMC 有几位成员称预计明年会降息。鲍威尔相信能够在不大幅损害经济的情况下降低通胀；美联储工作人员不再预测今年会出现经济衰退。预计通胀率到 2025 年前后才会回落至 2%。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：临近跨月央行增大逆回购投放，资金价格维持平稳；随跨月结束，预计下周资金面将维持平衡

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场全口径净投放 2890 亿元

本周央行公开市场累计有 1120 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 3410 亿元逆回购操作和 600 亿元国库现金定存操作，因此本周央行公开市场全口径净投放 2890 亿元。下周央行公开市场将有 3410 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 140 亿元、440 亿元、1040 亿元、1140 亿元、650 亿元。

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	330	150	250	260	130
7 天	140	440	1040	1140	650
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	600	0	0	0	0
净投放	410	290	790	880	520

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：临近跨月央行增大逆回购投放，资金价格维持平稳。本周跨月临近，本周二起 7d 资金开始跨月，资金价格有所上行。央行本周二开始公开市场操作增量投放资金，本周三资金面恢复平稳，隔夜及 7d 资金价格均有所回落。本周五银行间回购利率 R001 加权平均降至 1.5682%，R007 加权平均降至 1.9602%；交易所

回购利率 GC001 加权平均升至 2.2390%，GC007 加权平均升至 1.9950%。

表 2：本周货币市场利率

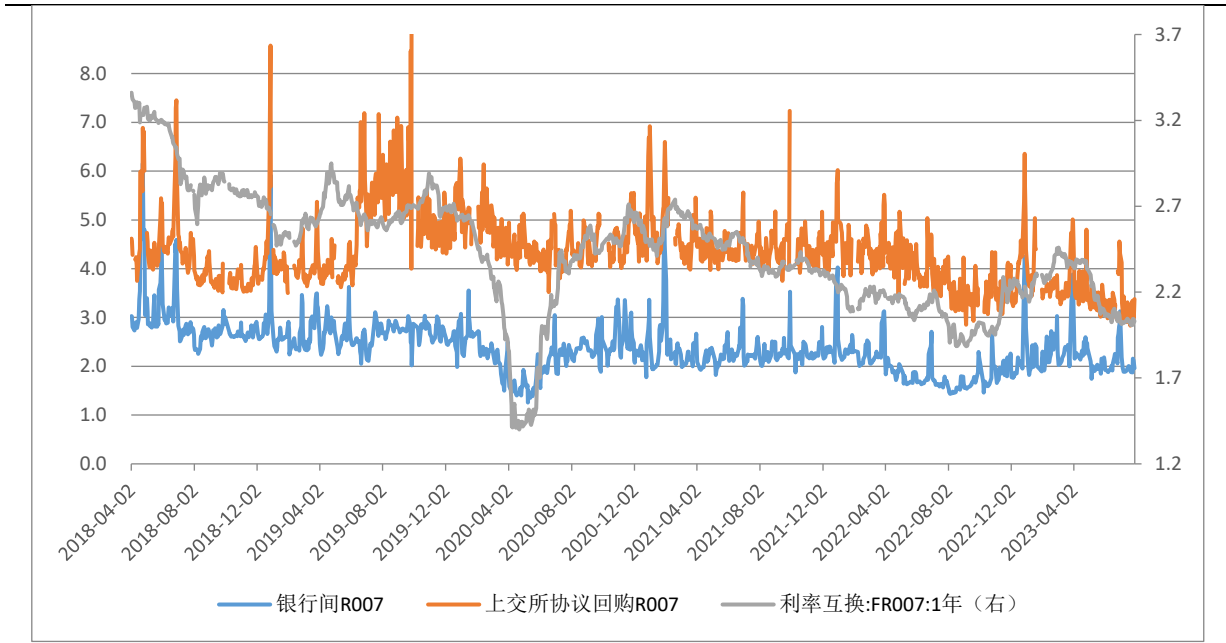
市场	代码	周一 (%)	周二 (%)	周三 (%)	周四 (%)	周五 (%)
银行间回购	R001	1.6480	1.6285	1.5714	1.5151	1.5682
	R007	1.8747	2.1549	2.1249	2.0764	1.9602
	R014	2.1040	2.1127	2.1166	2.0994	2.0643
	R021	2.2320	2.3018	2.2515	2.2908	2.2195
	R1M	2.4123	2.4510	2.3423	2.9714	2.3680
上交所协议回购	206001	3.2770	3.1800	3.2940	3.6100	
	206007	3.3470	3.1190	3.1420	2.9870	3.3750
	206014	3.3500	3.7310	3.6300	4.2620	4.9590
	206021	4.7850	5.0210	3.9880	5.6420	4.7410
	206030	4.6550	5.6480	5.2870	4.9890	5.1520
利率互换定盘：1Y	FR007	2.0084	2.0442	2.0440	2.0224	2.0305

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：随跨月结束，预计下周资金面将维持平稳

日前中共中央政治局召开会议指出，当前经济运行面临新的困难挑战，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，发挥总量和结构性货币政策工具作用。整体来看，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。但随政策对经济支持力度增大，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。

下周跨月，资金面存季节性收紧趋势，但随本周央行增大逆回购投放，以及 7 月份跨月资金面波动相对有限，预计下周跨月前资金面大幅收紧的可能性较小。下周预计财政支出走款继续，一定程度将对资金面形成补充。政府债融资额有所回落，但预计仍将对资金面有所影响。本周央行适当增大逆回购投放，下周逆回购到期量有所增加，可能增加资金面压力。整体来看，跨月期间资金面未出现明显波动，随跨月结束，预计下周资金面将维持平稳。

图 1：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：央行本周跨月投放资金，政治局会议相关表述加大波动，弱数据下利率债受政策传闻影响震荡上行

1) 利率债走势复盘：央行本周跨月投放资金，政治局会议相关表述加大波动，弱数据下利率债受政策传闻影响震荡上行

周一，央行展了 140 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。当日 330 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 190 亿元。由于周五新闻联播政策不达预期，7 月新房成交同比减少 40%，且对政治局会议不出强刺激有一定预期，截至下午五点长端现券下行 2bp，但随着会议内容出现，部分内容如未体现“房住不炒”“严控隐债”超预期，现券转为上行，日终上行 1bp；

周二，央行展了 440 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。当日 150 亿元逆回购到期，因此单日净投放 290 亿元。跨月流动性较好，dr007 仍旧维持在 1.85% 附近，受昨日政治局会议地产及隐债定调影响，今日债市大跌，股市大涨，T 直接低开，现券逐步走高，长端表现略好于中短端，长端上行 2.5-3.5bp，2y 国开上行 7bp，3 年国开上行 8bp；

周三，央行开展 1040 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。当日 250 亿元逆回购到期，因此单日净投放 790 亿元。当日股市回调，债市上涨，除短期国债其他期限品种均下行，长端下行接近 3bp；

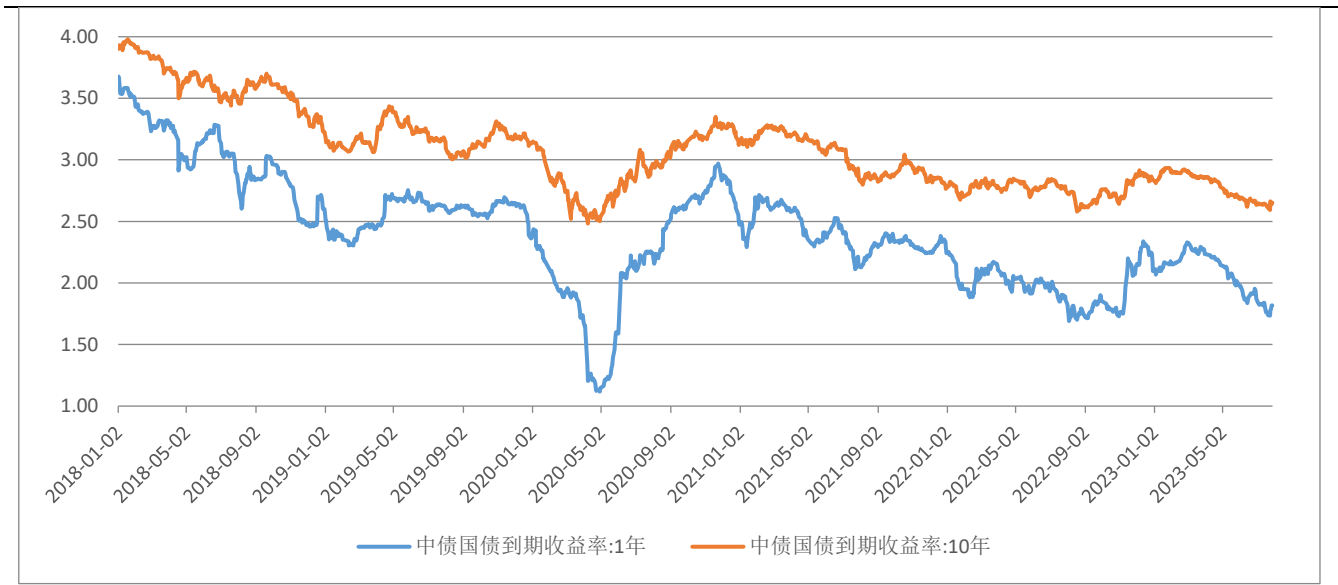
周四，央行 1140 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。当日 260 亿元逆回购到期，因此单日净投放 880 亿元。今日 6 月工业企业利润数据发布，降幅相比 5 月收窄，市场目前对此类数据较为钝化，今日 t 较为强势，现券小幅跟随下行，日终长端下行 0.5bp；

周五，央行开展 650 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。Wind 数据显示，当日 130 亿元逆回购到期，

因此单日净投放 520 亿元；本周央行公开市场累计有 1120 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 3410 亿元逆回购操作和 600 亿元国库现金定存操作，因此本周央行公开市场全口径净投放 2890 亿元。昨晚住建部对楼市放松政策表态，今日早盘利率小幅上行，午间传闻降低印花税，股市拉升，T 走弱，现券跟随，日终长端上行 1.25bp；

本周活跃券 10 年国债活跃券 230012 由 2.6125% 累计上行 4.25bp 至 2.6550%，10 年国开活跃券 230210 由 2.7325% 累计上行 3.05bp 至 2.7630%。

图 2：10 年期国债收益率 (%)



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：发布城中村改造意见，政治局会议内容超预期，对市场产生较大影响，工业利润数据转好，同时住建部对楼市政策放松表态，整体来看，政策端继续主导市场预期，加大市场波动，短期内也会受到权益市场走高，风险偏好调整而仍有继续调整的可能，但长期看弱现实能否转变仍有较大的不确定性，调整较大或可带来交易性机会

工业企业利润：6 月单月，全国规模以上工业企业利润 6 月同比下降 8.3%，降幅较 5 月份（12.5%）收窄；三大门类中，制造业支持较大，制造业、电力热力燃气及水生产和供应业、采矿业利润增速较 1-5 月提高 3.7、回落 0.7 和回落 3.7 个百分点，制造业中计算机通信和电子制造业、专用设备、金属制品业利润拉动较大，汽车增速由于基数影响回落较大，形成拖累。企业性质方面，民营利润改善，国企和外资利润降幅走扩。6 月工业企业产成品库存增速较上月回落 1.0 个百分点至 2%，仍处于去库存周期。

城中村改造：晚间新闻联播主要发布超大特大城市城中村改造相关，低于市场预期，且本身有增加供给的效果，对于楼市也有偏利空的因素在。城中村改造在 Q1 政治局会议也被提及，年初至今，上海、广州等多个城市也相机发布改造细则。对市场影响较小，不必过度解读，原因如下：1) 此次涉及城市为超大特大城市 19 个（也有统计 21 个），并非全国范围的；2) 责任主体为市级政府，意味着不会增加专项债发行来用于改造，强调自身循环，强调和民间资本合作 3) 与 2015 年货币化安置不同，本次表示“积极创新改造摸”，“多渠道筹措改造资金”，不会出现央行货币政策 MLF PSL 大水漫灌的情形。

政治局会议：整体认可经济发展，增加表述“总体回升向好，高质量发展扎实推进”“我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变”

宏观增加表述“用好政策空间、找准发力方向、扎实推动经济高质量发展”“强调逆周期调节和政策储备”；需要注意的是“要活跃资本市场，提振投资者信心”，过往表述为“维护资本市场平稳运行”

财政、货币政策无新增表述

内需：增加表述“提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费”

地产：增加表述“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”，“盘活改造各类闲置房产”未提及“房住不炒”

债务：增加表述“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，未提及“严控新增隐性债务”

整体看，资本市场、地产和地方债务方面的表述虽有较大变化，但政策如何具体落地仍需观察。地产端住建部周四召开座谈，再次针对楼市政策发声，“进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷””，地产目前面临的问题是需求不足，绝大部分二线城市已打开限购，但收效甚微，“我国房地产市场供求关系发生重大变化”，卖方市场已转化成买方市场，但一线由于供需关系政策转向可能性同样较小，且一线楼市有虹吸效应，地产全面普涨拉动经济的情景已不在，未来将是结构化市场。地方债务表述的转变，意味着后续可能会有特殊再融资债对隐债的化解，宽信用预期增加，但隐债化解各地有各地不同的情况，针对性的政策和各地的落实是关注点。对于“活跃资本市场”为首次提及，目前权益市场较弱，但政策端可能会带来一定利好，后续需要关注相关政策落地。政策端继续主导市场预期，加大市场波动，短期内也会受到权益市场走高，风险偏好调整而仍有继续调整的可能，但长期看弱现实能否转变仍有较大的不确定性，调整较大或可带来交易性机会。

2.3 存单信用债分析：存单融资额回落、信用债融资额反弹；信用债收益率整体上行

1) 一级市场发行：存单融资额回落、信用债融资额反弹

同业存单方面，本周同业存单净融资规模为 696.40 亿元，发行总额达 5,761.40 亿元，平均发行利率为 2.2287%，到期量为 5,065.00 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 8.69bp 报 2.0489%，3M 期存单平均发行利率较上周上行 1.37bp 报 2.0892%，6M 期存单平均发行利率较上周上行 2.15bp 报 2.3495%，9M 存单平均发行利率较上周上行 2.31bp 报 2.2916%。

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 3,078.61 亿元，环比增加 281.34 亿元，偿还量约 2,158.25 亿元，净融资额约 920.36 亿元，环比增加 629.87 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率整体上行

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率整体上行，1年期各评级信用债收益率上行5.88bp~6.88bp，3年期各评级信用债收益率上行3.70bp~6.71bp，5年期各评级信用债收益率上行4.76BP~5.08bp。

表 3: 信用债各期限收益率水平

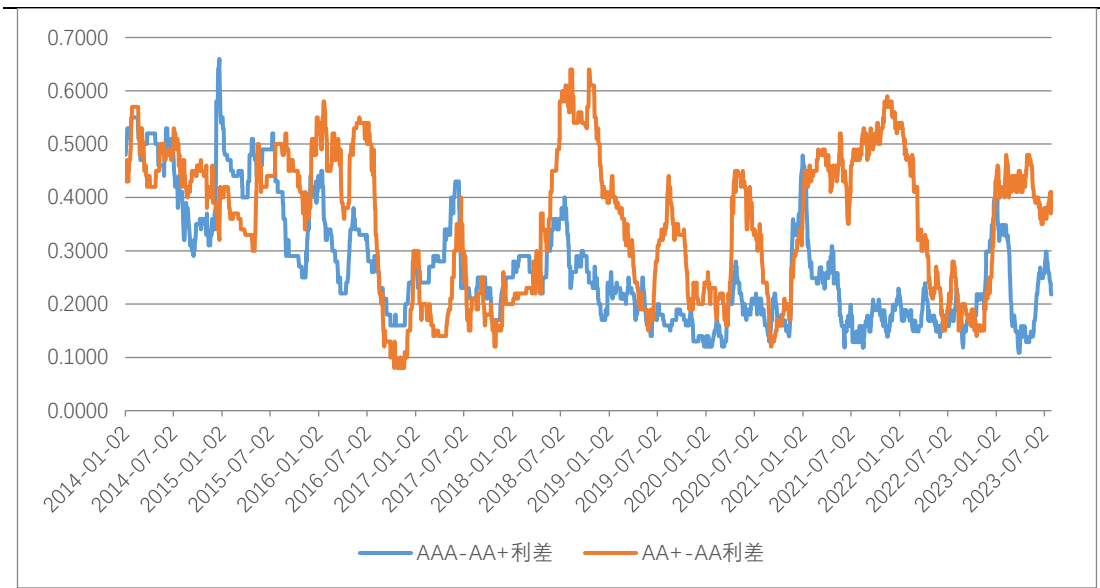
信用债种类	当前利率 (%)	2013 年以来分位数 (%)	较上周变动 (BP)
信用债(AAA):1 年	2.4157	6.30%	5.88
信用债(AAA):3 年	2.7375	4.80%	6.71
信用债(AAA):5 年	3.0339	3.50%	4.76
信用债(AA+):1 年	2.5087	6.00%	6.88
信用债(AA+):3 年	2.9558	5.20%	3.70
信用债(AA+):5 年	3.3371	5.40%	4.76
信用债(AA):1 年	2.5937	5.90%	6.88
信用债(AA):3 年	3.3658	10.00%	4.70
信用债(AA):5 年	3.7471	6.60%	5.08

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 0.83bp、缩小 3.18bp、缩小 2.18bp, 5Y-3Y 利差分别缩小-1.95bp、扩大 1.06bp、扩大 0.38bp。

评级利差方面, 本周 AA+与 AAA 之间利差为 22bp, 较上周缩小 3bp, AA 与 AA+之间的利差为 41bp, 较上周扩大 1bp。

图 3：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

1) 权益市场走势复盘：中央政治局会议召开，多个领域利好政策频出，修复市场信心，指数强劲反弹，成交有所回暖

本周中央政治局会议召开，在房地产、资本市场等多个领域回应市场关切，随后证监会、住建部等部委也进行了积极表态。国内政策预期引导市场表现，使本周 A 股强势上行。

上证指数最终报收 3275.93 点，同期深证成指上涨 2.68%，创业板指上涨 2.61%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所回升，日均成交额为 8265.14 亿元，较上周增长了 693.72 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 17.86 倍，较上周上涨 2.64%。

北向资金本周大幅净流入，净流入金额为 345.06 亿元。本周市场主要指数全部上涨：上证 50 上涨 5.49%，沪深 300 上涨 4.47%，中证 500 上涨 1.98%，创业板 50 上涨 3.13%，国证 2000 上涨 0.52%。

7 月 24 日-7 月 28 日共 5 个交易日中，30 个中信一级行业中有 25 个上涨，5 个下跌，行业层面，本周多数行业上涨，受地产与资本市场政策边际变化影响大的非银金融、房地产领涨，钢铁、建材等地产链相关行业也有不错表现，而前期涨幅较大的传媒、电子、通信等 TMT 相关行业表现不佳。其中非银行金融、房地产、钢铁领涨 11.75%、9.75%、7.05%；传媒、电子、通信领跌 2.91%、0.65%、0.48%。

2) 权益市场展望：

第二季度沪深 A 股融资余额整体呈现缩量态势，杠杆资金缩量或反映市场风险偏好降低。在此背景下，TMT 板块主题热度出现回调。往后看大消费板块在利好政策刺激下有望回升，市场风格有望更加均衡。沪深两市融资买入额占 A 股成交额比例自 4 月起整体呈下行趋势，显示投资者信心或偏弱。前期热度较高的 TMT 板

块主题热度降温，截至 7 月 27 日，7 月以来 TMT 板块融资余额下降 1.89%。截至 7 月 27 日，本周沪深两市融资余额均值相较 7 月第一周均值（7 月 3 日-7 月 7 日）整体下降 1.28%。分行业看，31 个申万一级行业中仅有 4 个行业的融资余额升高，其中综合、电力设备、社会服务、国防军工等行业的融资余额增长较多，分别为 26.71%、3.03%、1.69%、0.56%。全行业中大消费板块整体缩量较多，家用电器、商贸零售、房地产、汽车、食品饮料、美容护理 7 月以来分别下降 3.04%、2.67%、2.54%、2.12%、1.32%、0.94%。往后看，在利好政策刺激下消费有望迎来拐点。7 月 24 日的政治局会议提出，要通过增加居民收入扩大消费；要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费；适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱。后续随着具体政策的继续落地支持，大消费板块有望整体回升，带动市场风格走向均衡。

我们认为库存周期在 Q3 有望步入“被动去库”阶段，建议关注历史上该阶段表现较好行业。我们通过规模以上工业企业产成品存货同比变化趋势观察库存周期，通过规模以上工业企业营业收入累计同比观察盈利情况。2005 年至今的工业企业库存周期平均滞后盈利周期 4.6 个月，约在 1-2 个季度。完整的库存周期包括四个阶段：被动去库存，主动补库存，被动补库存和主动去库存。我们认为库存同比下降并且盈利同比也下降时为“主动去库”阶段，随后将进入库存同比下降但盈利同比上升的“被动去库”阶段。7 月 27 日国家统计局发布数据显示，1-6 月份全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降 16.8%，降幅比 1-5 月份收窄 2.0 个百分点，总体延续恢复态势。根据过去库存周期的历史经验，当前或正处于“主动去库”阶段，Q3 有望步入“被动去库”。2005 年至今我国共经历 6 次“被动去库”，沪深 300 平均上涨 21.3%。同花顺风格指数均上涨，其中消费和成长风格表现强势，可统计的 4 次分别平均上涨 23.2%和 18.9%。分行业来看，每轮“被动去库”过程中申万一级行业全部上涨，其中国防军工、食品饮料、美容护理、非银金融、社会服务、汽车涨幅较大，平均上涨幅度达 42.4%、36.8%、33.9%、31.9%、30.8%、30.8%。

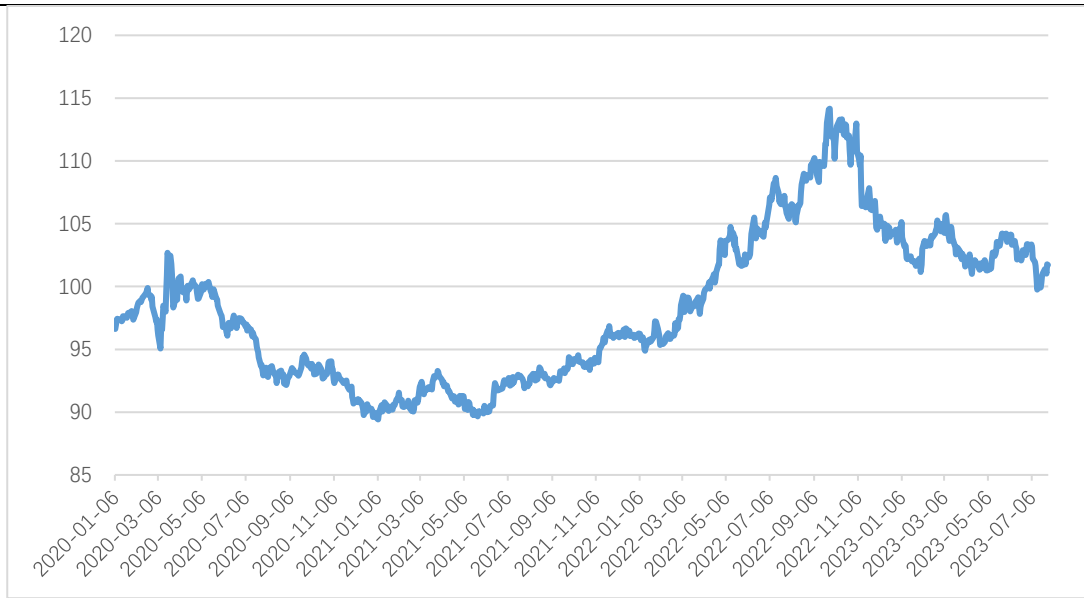
经济数据逐渐筑底企稳，对市场上行形成一定支撑。随着本轮投资端改革政策的连续落地，A 股活跃度有望提高，基金发行有望回升，带动 A 股上行。短期内主题投资表现或较稳定，市场风格或走向均衡。非银金融、通信等中报景气度较高，且具备中特估属性配置价值或较高。扩大内需政策呵护下，消费板块有望迎来反弹，短期内我们重点看好房地产、家用电器、食品饮料等行业。

3.2 美元指数分析：美联储如期加息 25bp，但美国二季度 GDP 超预期，本周美元指数反弹

本周美元指数报 101.7185，较上周上涨 0.3280。本周美联储如期加息 25bp，符合市场预期。美联储声明显示，当前经济活动以温和步伐扩张，就业增长强劲，失业率保持低位，9 月份加息仍不确定，会议决议公布后美元指数变化有限。本周欧洲央行同样加息 25bp，符合市场预期。本周多项美国关键宏观数据公布，其中本周四公布的美国二季度 GDP 年化率初值升 2.4%，大幅高于市场预期，受此影响，数据公布后美元指数大幅反弹。

7 月份美联储会议如期加息后，美联储主席鲍威尔对未来加息路径持开放态度，称 9 月份是否停止加息仍需观察，今年降息可能渺茫，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 4: 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, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

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

曾佳辉, 13764019163, zengjh@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