

## 金融市场分析周报

(2023.07.31-2023.08.04)

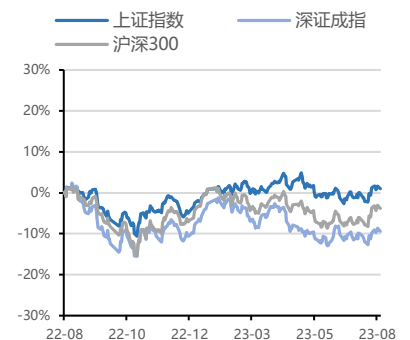
### 报告摘要

- **PMI:** 7月制造业PMI小幅回升,非制造业PMI继续位于扩张区间。7月制造业/服务业/建筑业PMI录得49.3/51.5/51.2,制造业环比上月回升0.3,服务业、建筑业环比上月回落1.7/4.5;综合PMI产出指数录得51.1,环比下降1.2。三大行业中,制造业持续回升,仍居荣枯线以下,建筑业回落幅度最大,服务业次之,但均在荣枯线以上。整体而言,生产经营活动预期改善较为明显,但建筑业活动指数待改善,总需求的持续改善仍待稳增长政策落地。。
- **资金面分析:** 跨月结束,本周资金价格回落;下周月初外部因素影响较少下,预计资金面将维持平衡宽松。本周央行公开市场共有3410亿元逆回购到期,本周央行公开市场累计进行了530亿元逆回购操作,因此本周央行公开市场净回笼2880亿元。本周一为月末跨月,隔夜及7d资金价格小幅上行,资金面未见明显收紧。随本周二跨月结束,资金面回归平衡宽松,后半周主要期限资金价格均出现明显回落。下周月初,额外影响资金面的因素较少。本周随跨月结束,央行公开市场投放有所减少,下周逆回购到期量亦随之降低,对于资金面冲击有限。下周政府债融资额小幅上行,对于资金面影响相应增加。整体来看,跨月期间资金面未见明显收紧,月初外部因素影响较少下,预计资金面将维持平衡宽松。
- **利率债:** 央行本周回笼资金,除PMI数据发布外,央行外汇管理局工作会议、四部委新闻发布会、地产相关新闻均放大市场波动,利率债震荡小幅下行。本周发布PMI数据,市场反馈有限,但相关重要会议如:央行及外汇管理局工作会议,四部门新闻发布会加大市场波动,目前市场对政策较为敏感,主要集中在地产、权益市场及专项债/特别国债方面,目前市场磨底已有一段时间,赔率较低。在目前经济恢复较慢的情况下,刺激政策出台的概率较大,但鉴于去年政策对债市的影响,预计今年政策将温和缓步出台,将带来一定的交易性机会,但谨防权益市场走高带来的风险偏好提升,对债市利空。
- **权益市场:** 前期政府陆续发布的稳增长政策不断被市场消化,叠加人民币汇率回暖,本周市场整体上涨。北上资金7月31日-8月4日共5个交易日合计流入124.67亿元。上证指数最终报收3288.08点,同期深证成指上涨1.24%,创业板指上涨1.97%。分行业来看,30个中信一级行业中有22个上涨,8个下跌,其中综合金融、计算机、非银行金融领涨5.38%、4.12%、4.10%;医药、煤炭、纺织服装领跌3.23%、1.79%、1.06%。前期政府陆续发布的稳增长政策不断被市场消化,尤其是在房地产市场、活跃资本市场以及促销费等领域都有发布一些具体政策,叠加本周人民币汇率回暖,使本周市场有所反转,前期市场中对于预期较

### 主要数据

上证指数	3268.8311
沪深300	3990.1531
深证成指	11145.0304

### 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

PMI触底企稳,增量稳增长政策密集出台 — 2023-08-06  
金融市场分析周报 — 2023-08-03  
制造业PMI触底反弹,静待稳增长政策进一步显效 — 2023-08-01

为谨慎的态度得到逐步改善。外部流动性拐点或将至，国内经济企稳背景下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，带动人民币资产吸引力增强，外资有望加速流入。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：美国7月份ADP就业数据超预期，但随后非农就业数据爆冷，本周美元指数先涨后跌。**本周月初，多项美国月度经济数据公布，其中本周三公布的美国ADP就业数据大幅超过市场预期，对美元指数形成支撑，数据公布当天美元指数走强。然而本周五公布的美国非农就业数据则仅新增18.7万人，不及市场预期，同日美联储官员称美国就业放缓，进一步加息的必要有所下降，受此影响，当日美元指数有所回落。本周英国央行如期加息，但委员们对是否持续加息分歧增大，美国以外的主要经济体通胀回落，加息放缓，也成为本周美元指数上行的原因之一。

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

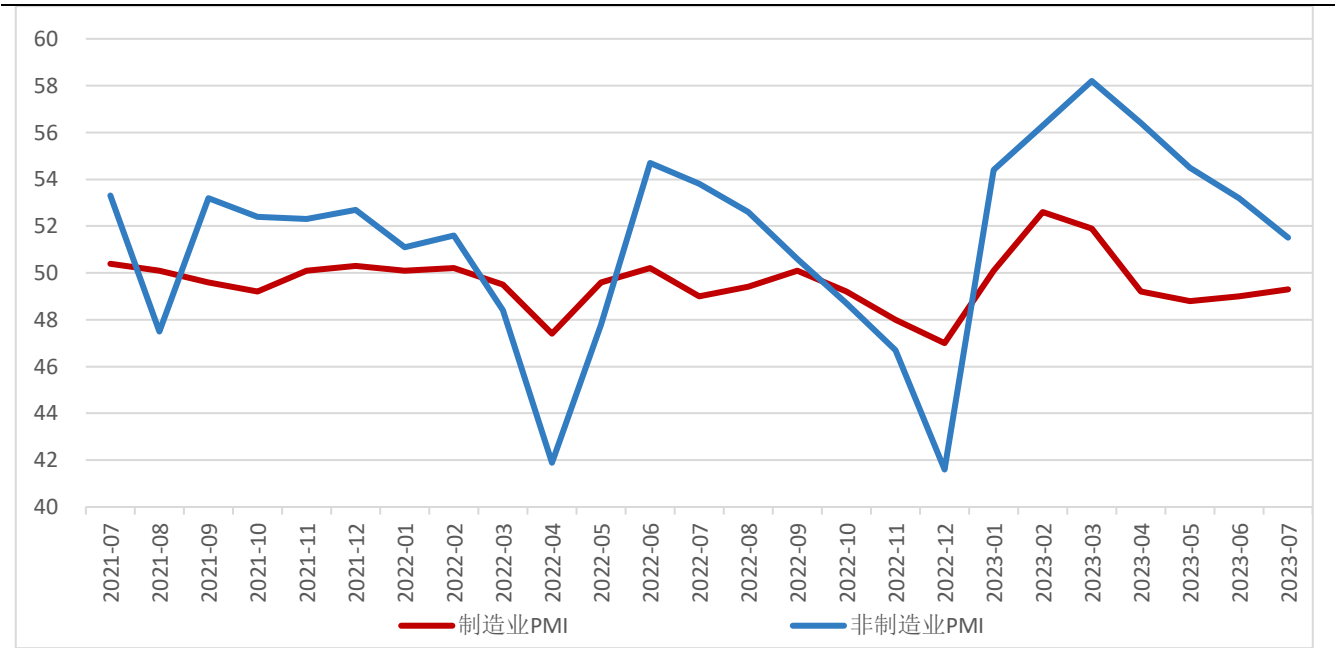
## 正文目录

一、 本周重点经济.....	4
1.1 景气水平延续回升，内需有所回暖.....	4
1.2 一周要闻.....	5
二、 固定收益市场分析.....	6
2.1 资金面分析：跨月结束，本周资金价格回落；下周月初外部因素影响较少下，预计资金面将维持平衡宽松.....	6
2.2 利率债走势分析：央行本周回笼资金，除 PMI 数据发布外，央行外汇管理局工作会议、四部委新闻发布会、地产相关新闻均放大市场波动，利率债震荡小幅下行.....	7
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.....	9
三、 主要资产价格分析.....	10
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，A 股活跃度有望提高.....	10
3.2 美元指数分析：美国 7 月份 ADP 就业数据超预期，但随后非农就业数据爆冷，本周美元指数先涨后跌.....	11

## 一、 本周重点经济

### 1.1 景气水平延续回升，内需有所回暖

图 1：（%）制造业 PMI 小幅回升，非制造业 PMI 继续位于扩张区间



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

#### 企业经营预期转好，但持续性有待巩固

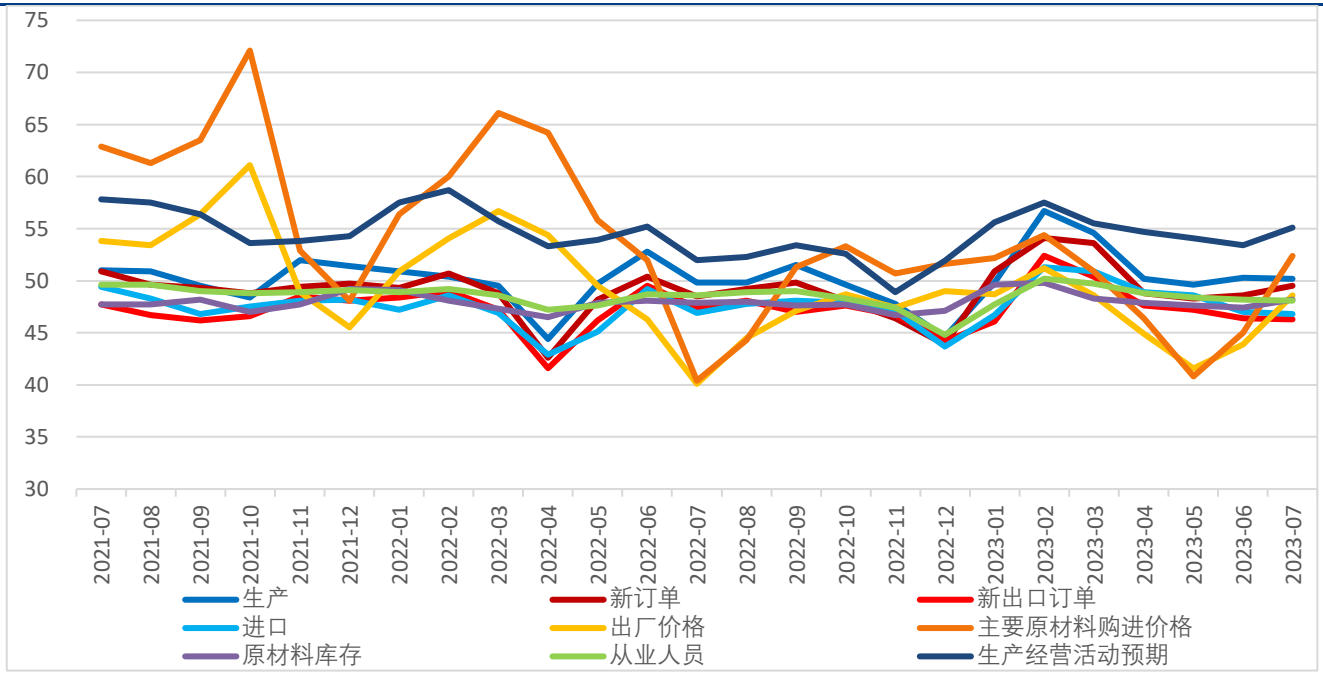
制造业 PMI 延续回升，新订单指数贡献较大。7 月，制造业 PMI 录得 49.3%、较 6 月回升 0.3 个百分点、略超季节性。其中，新订单指数是当月 PMI 回升的主因、贡献 0.27 个百分点，较上月回升 0.9 个百分点至 49.5%。受高温多雨天气影响、生产指数较上月小幅回落 0.1 个百分点。就业压力仍有待缓解，从业人员指数下降 0.1 个百分点至 48.1%。

内需推动新订单指数改善，企业经营预期转好。7 月，新订单指数回升主要缘于内需，外需仍然承压、新出口订单较 6 月回落 0.1 个百分点至 46.3%。企业信心有所恢复、生产经营活动预期回升 1.7 个百分点至 55.1%；预期回升带动下，采购量指数回升 0.6 个百分点至 49.5%。但终端需求仍有待增强、反映需求不足的企业仍超过 60%。

预期转好推动下，原材料价格加速回暖。7 月，主要原材料购进价格指数回升 7.4 个百分点至 52.4%、回升幅度大于 6 月的 4.2 个百分点，或指向 PPI 环比加快回升。高频数据也有所印证，7 月南华金属和南华工业品指数继续保持上行态势。伴随基数的逐月下降、需求拖累的不断减弱，PPI 或已开启新一轮上行周期。

结构上看，大型企业产需延续扩张，中小型企业新订单指数改善。7 月，大型企业 PMI 持平于上月、录得 50.3%，生产和需求继续扩张、生产指数和新订单指数分别录得 52%和 51.4%；中型和小型 PMI 分别回升 0.1 个、1 个百分至 49%、47.4%，其中新订单指数大幅改善，分别较上月回升 0.9 和 1.8 个百分点至 49.4%、45.8%、但仍处于收缩区间。

图 2：（%）制造业 PMI 延续回升，新订单指数贡献较大，外需仍然承压，原材料价格加速回暖



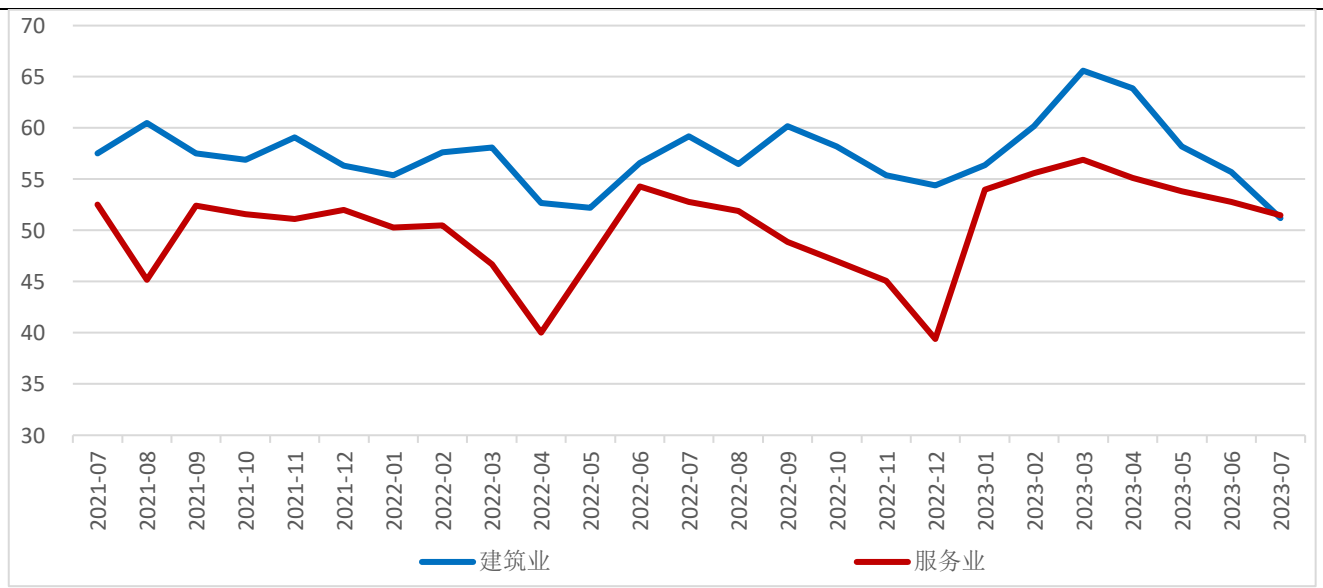
资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

### 地产链持续低迷, 服务业扩张动能再度放缓

非制造业 PMI 延续回落, 地产链延续低迷、稳增长支撑增强。7 月, 非制造业 PMI 连续 4 月回落、录得 51.5%。其中, 建筑业 PMI 大幅回落 4.5 个百分点至 51.2%, 或主要缘于地产链的拖累。高频数据看, 7 月以来房地产销售仍持续低迷, 叠加高温多雨天气, 施工端或拖累较大; 而映射基建施工的沥青开工率近期逐步回升、开工水平与 2019 年相当。

服务业扩张动能持续放缓, 可关注暑期出行带来的结构性支撑。7 月, 服务业 PMI 回落 1.3 个百分点至 51.5%, 其中新订单和业务活动预期指数分别下降 1.2 和 1.6 个百分点至 48.4%、58.7%, 均指向修复动能减弱。从跨区域出行表现看, 近期全国迁徙指数依然处于近年高位、国内航班执行架次持续提升, 住宿餐饮、文化娱乐等行业或仍有支撑。

图 3: (%) 地建筑业 PMI 大幅回落或主要缘于地产链的拖累, 服务业扩张动能再度放缓



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

## 1.2 一周要闻

1) 本周五央行、发改委、财政部及国税局四部门联合召开新闻发布会, 介绍“打好宏观政策组合拳, 推动

经济高质量发展”有关情况。央行重磅回应降准、降息等问题称，将综合评估存款准备金率政策，目标是保持银行体系流动性合理充裕。要科学合理把握利率水平，适时适度做好逆周期调节，防止资金套利和空转。未来还将继续发挥好贷款市场报价利率改革效能和指导作用，指导银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。国家发改委表示，持续谋划研究一批针对性更强、力度更大的储备政策，根据形势变化及时分批出台实施。财政部表示，将于近期公布税费优惠政策后续安排，稳定预期、提振信心。国家税务总局要求，持续抓好政策落实“最后一公里”，确保纳税人缴费人便利快捷享受到真金白银的政策红利。

2) 本周公布的美国7月份非农就业数据不及预期，美元指数当日回落。美国7月季调后非农就业人数增加18.7万人，2020年12月以来最小增幅，预期20万人，前值自20.9万人修正至18.5万人；失业率为3.5%，预期及前值均为3.6%；薪资稳健增长，平均时薪同比上升4.4%，预期4.2%，前值4.4%；环比升0.4%，预期0.3%，前值0.4%；就业参与率为62.6%，与预期及前值一致。美国总统拜登表示，失业率接近历史最低水平，处于工作年龄美国人工作比例创20年来新高。美联储博斯蒂克称，美国就业增长正有序放缓，没必要进一步加息。

3) 惠誉将美国的长期评级从“AAA”下调至“AA+”，展望稳定。评级下调反映了未来三年预计的财政恶化情况，以及不断增长的政府债务负担。美国财长耶伦表示，强烈不同意惠誉对美国评级的下调；惠誉的做法过于武断随意而且不合时宜；拜登总统致力于美国财政的可持续性。惠誉预计美联储将在9月再次加息，将利率提高至5.5%-5.75%；预计美国政府总体赤字将从2022年的3.7%上升至2023年的6.3%；预计美国今年实际GDP年增长率将从2022年的2.1%降至1.2%。美国财长耶伦抨击惠誉的降级与“强劲”的美国经济不符，称惠誉对美国的降级是“令人困惑的”。耶伦表示，“有缺陷的”惠誉评估基于过时数据，未能反映拜登政府在治理指标方面的改善。耶伦还称，财政责任是美国总统拜登和她本人的首要任务，债务上限协议包括了十年内超过1万亿美元的赤字削减。

## 二、固定收益市场分析

### 2.1 资金面分析：跨月结束，本周资金价格回落；下周月初外部因素影响较少下，预计资金面将维持平衡宽松

#### 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

本周央行公开市场共有3410亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了530亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场净回笼2880亿元。下周央行公开市场将有530亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期310亿元、80亿元、90亿元、30亿元、20亿元。

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	140	440	1040	1140	650
7天	310	80	90	30	20
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	170	-360	-950	-1110	-630

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：跨月结束，资金价格回落。**本周一为月末跨月，隔夜及7d资金价格小幅上行，资金面未见明显收紧。随周二跨月结束，资金面回归平衡宽松，后半周主要期限资金价格均出现明显回落。本周五银行间回购利率R001加权平均降至1.2778%，R007加权平均降至1.7072%；交易所回购利率GC001加权平均降至1.6880%，GC007加权平均升至1.7090%。

**表 2：本周货币市场利率**

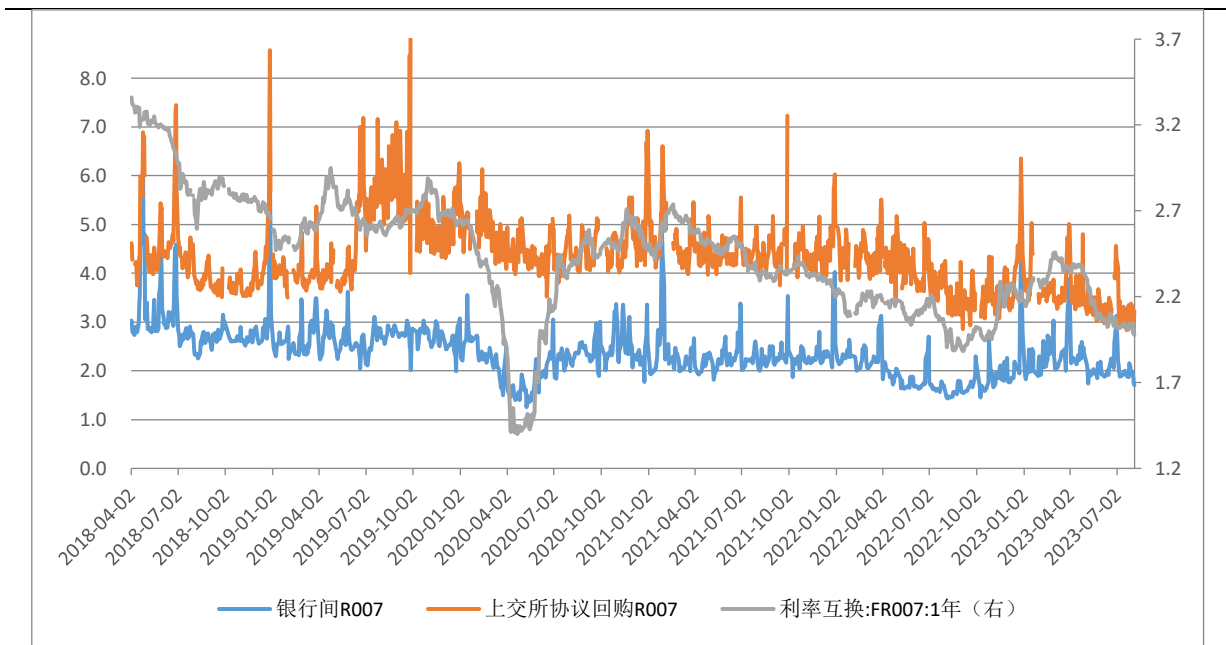
市场	代码	周一 (%)	周二 (%)	周三 (%)	周四 (%)	周五 (%)
银行间回购	R001	2.0460	1.6671	1.4014	1.2139	1.2778
	R007	1.9799	1.8804	1.8365	1.7572	1.7072
	R014	2.0491	1.9720	1.9353	1.8787	1.7959
	R021	2.2872	1.9201	1.8365	1.7441	1.7143
	R1M	2.8778	1.8943	1.9527	1.9212	1.9294
上交所协议回购	206001	3.3470	3.3500	4.7850	4.6550	2.0084
	206007	3.1190	3.7310	5.0210	5.6480	2.0442
	206014	3.1420	3.6300	3.9880	5.2870	2.0440
	206021	2.9870	4.2620	5.6420	4.9890	2.0224
	206030	3.3750	4.9590	4.7410	5.1520	2.0305
利率互换定盘：1Y	FR007	2.0450	2.0257	2.0195	1.9928	1.9783

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：月初外部因素影响较少下，预计资金面将维持平衡宽松

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。

下周月初，额外影响资金面的因素较少。本周随跨月结束，央行公开市场投放有所减少，下周逆回购到期量亦随之降低，对于资金面冲击有限。下周政府债融资额小幅上行，对于资金面影响相应增加。整体来看，跨月期间资金面未见明显收紧，月初外部因素影响较少下，预计资金面将维持平衡宽松。

**图 4：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：央行本周回笼资金，除 PMI 数据发布外，央行外汇管理局工作会议、四部委新闻发布会、地产相关新闻均放大市场波动，利率债震荡小幅下行

1) 利率债走势复盘：央行本周回笼资金，除 PMI 数据发布外，央行外汇管理局工作会议、四部委新闻发布会、地产相关新闻均放大市场波动，利率债震荡小幅下行

周一，央行展了 310 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。Wind 数据显示，当日 140 亿元逆回购到期，

因此单日净投放 170 亿元。上午整体偏空，现券利率上行，PMI 数据尚可，发改委新闻发布会刺激消费 20 条低于预期，情绪转好，日终长端仅小幅上行 0.1-0.5bp；

周二，央行展了 80 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。当日 440 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 360 亿元。早盘下行，t 和现券均表现较好，但临近晚间，21 世纪报道新增专项债需 9 月提前发行完毕，10 月使用完毕，现券上行，全日倒 V，日终长端接近平收；

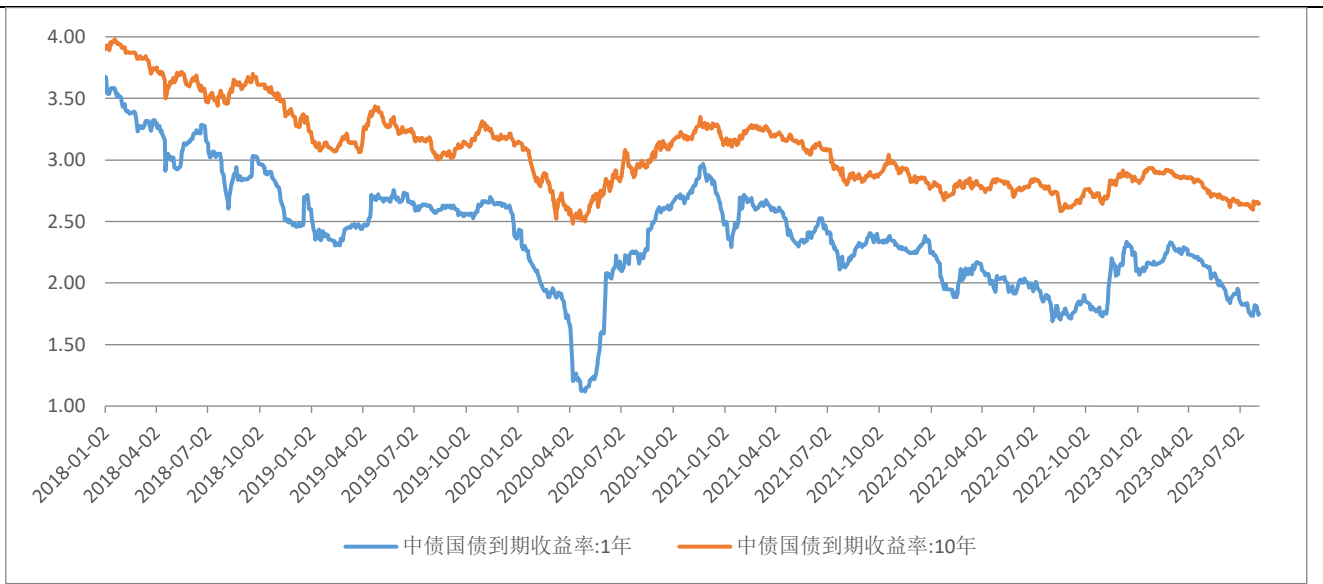
周三，央行开展 90 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。当日 1040 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 950 亿元。昨日晚间发布央行答记者问相关内容，货币政策、调降房贷利率等对市场有一定利好，叠加降准预期，开盘即下行，全日整体情绪较好，日终长端下行 0.8-1bp；

周四，央行开展了 30 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。当日 1140 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 1110 亿元。利率债早盘下行，短端表现好于长端，但日终继续传闻认房认贷全面解除，四部委预告明日关于宏观政策及推动经济发展的发布会，给债市造成扰动，有所回调，但今日整体做多情绪较好，降准预期较高，日终中短端下行超 2bp，长端下行 0.5bp；

周五，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。当日 650 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 630 亿元；本周央行公开市场共有 3410 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 530 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场净回笼 2880 亿元；昨日预报 4 部门发布会，今日早盘现券避险情绪浓重，全线上行，随着发布会结束，并未出现超预期政策，t 拉升，现券转下，日终小幅上行。

本周活跃券 10 年国债活跃券 230012 由 2.6550% 累计下行 0.9bp 至 2.6460%，10 年国开活跃券 230210 由 2.7630% 累计下行 1.55bp 至 2.7475%。

图 5：10 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：本周发布 PMI 数据，市场反馈有限，但相关重要会议如：央行及外汇管理局工作会议，四部门新闻发布会加大市场波动，目前市场对政策较为敏感，主要集中在地产、权益市场及专项债/特别国债方面，目前市场磨底已有一段时间，赔率较低。在目前经济恢复较慢的情况下，刺激政策出台的概率较大，但鉴于去年政策对债市的影响，预计今年政策将温和缓步出台，将带来一定的交易性机会，但谨防权益市场走高带来的风险偏好提升，对债市利空

PMI：制造业 PMI 为 49.3，前值 49；非制造业 PMI 为 51.5，前值 53.2。制造业 PMI 有所回升，非制造业 PMI 继续回落，均低于预期。新订单回升，但仍在收缩区间，产成品库存回升，但企业是否进入补库存阶段需要看持续性。内需是否好转仍有待观察。外需继续较弱，转向迹象尚不明确，新出口订单滑落至 46.3。结构上看，大型企业产需延续扩张（50.3），中型及中小型企业新订单指数改善但仍是收缩区间（49/47.9）。非制造业，建筑业回落，近期高温多雨有一定影响，地产持续低迷，未来地产政策调整+城中村改造进度推进+气候正常后，企稳可能性较大。出行相关行业景气度保持高位。

本周政策及会议较多，首先是央行、外汇管理局召开 2023 年下半年工作会议：首先会议总结了 2023 年以来整体情况，同时会议要求，继续精准有力实施稳健的货币政策，持续改善和稳定市场预期，为实体经济稳定增



长营造良好的货币金融环境;加强和改善外汇政策供给,维护外汇市场稳健运行;支持房地产市场平稳健康发展,因城施策精准实施差异化住房信贷政策,继续引导个人住房贷款利率和首付比例下行,指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。**周五上午四部门新闻发布会:**主要围绕货币政策、税收政策、住房利率等提问,整体内容符合预期。**刺激消费 20 条发布:**主要集中在汽车(新能源汽车)、住房、消费电子、餐饮、文旅登等方面,涉及范围较广,具体行业仍旧需要具体政策。**公安部召开关于放宽落户政策发布会:**全面放宽大型城市落户条件,对于常住人口在 300 万以下的城市取消落户限制,放宽常住人口在 300 万至 500 万的大型城市落户条件,落实 500 万以上超大特大城市积分落户政策。以省会城市为主,可吸引新市民,进一步推动地产需求端;**郑州地产放松:**郑州八部门联合发布:支持房地产市场平稳健康发展 15 条措施:新房契税补贴,暂停执行 3 年不得转让,落实认房不认贷,调整新房及存量房贷贷款利率等,新政出台 24h 内,郑州二手房挂牌量激增,价格涨跌不一。

整体看,目前稳经济意图明显,本周多部门发声,楼市相关多次被提及,无论是放宽认房认贷、调整利率还是放宽落户,地产仍旧是主要刺激方向之一。在目前经济恢复较慢的情况下,刺激政策出台的概率较大,但鉴于去年政策对债市的影响,预计今年政策将温和缓步出台,将带来一定的交易性机会,但谨防权益市场走高带来的风险偏好提升,对债市利空。

## 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、信用债融资额均回落

同业存单方面,本周同业存单净融资规模为 469.70 亿元,发行总额达 3,899.80 亿元,平均发行利率为 2.1638%,到期量为 3,430.10 亿元。同业存单融资额环比小幅回落。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 22.88bp 报 1.8201%,3M 期存单平均发行利率较上周下行 6.39bp 报 2.0253%,6M 期存单平均发行利率较上周下行 10.88bp 报 2.2407%,9M 存单平均发行利率较上周上行 3.93bp 报 2.3309%。

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 1,838.43 亿元,环比减少-1,240.18 亿元,偿还量约 1,946.14 亿元,净融资额约-107.71 亿元,环比减少 1,028.07 亿元。

### 2) 二级市场走势及信用利差:信用债收益率多数下行

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 2.81p~3.81bp,3 年期各评级信用债收益率下行 2.76bp~上行 1.24bp,5 年期各评级信用债收益率下行 1.57BP~2.57bp。

表 3: 信用债各期限收益率水平

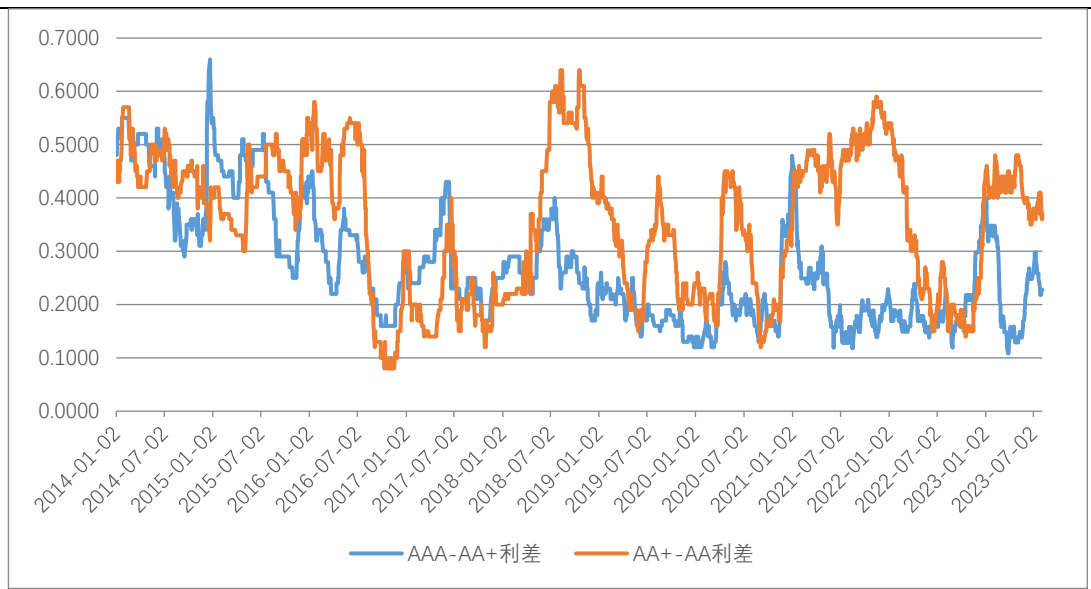
信用债种类	当前利率 (%)	2013 年以来分位数 (%)	较上周变动 (BP)
信用债(AAA):1 年	2.3776	5.50%	-3.81
信用债(AAA):3 年	2.7400	4.90%	0.25
信用债(AAA):5 年	3.0082	3.00%	-2.57
信用债(AA+):1 年	2.4806	5.50%	-2.81
信用债(AA+):3 年	2.9682	5.30%	1.24
信用债(AA+):5 年	3.3214	4.60%	-1.57
信用债(AA):1 年	2.5556	5.20%	-3.81
信用债(AA):3 年	3.3382	9.00%	-2.76
信用债(AA):5 年	3.7314	5.60%	-1.63

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 4.06bp、扩大 4.05bp、扩大 1.05bp,5Y-3Y 利差分别缩小 2.82bp、缩小 2.81bp、扩大 1.13bp。

评级利差方面,本周 AA+与 AAA 之间利差为 23bp,较上周扩大 1bp,AA 与 AA+之间的利差为 37bp,较上周缩小 4bp。

图 6：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，A股活跃度有望提高

##### 1) 权益市场走势复盘：前期政府陆续发布的稳增长政策不断被市场消化，叠加人民币汇率回暖，本周市场整体上涨

前期政府陆续发布的稳增长政策不断被市场消化，尤其是在房地产市场、活跃资本市场以及促销费等领域都有发布一些具体政策，叠加本周人民币汇率回暖，使本周市场整体上涨，前期市场中对于预期较为谨慎的态度得到逐步改善。

上证指数最终收报 3288.08 点，同期深证成指上涨 1.24%，创业板指上涨 1.97%。行业风格上，本周金融风格表现较强，上涨 1.68%；消费风格表现较弱，下跌 0.89%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所上升，日均成交额为 9569.15 亿元，较上周增长了 1304.12 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 17.95 倍，较上周上涨 0.48%。

北向资金本周呈流入状态，净买入金额为 124.67 亿元。本周市场主要指数全部上涨：上证 50 上涨 0.07%，沪深 300 上涨 0.70%，中证 500 上涨 1.41%，创业板 50 上涨 2.63%，国证 2000 上涨 0.94%。

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 22 个上涨，8 个下跌，其中综合金融、计算机、非银行金融等顺周期行业领涨 5.38%、4.12%、4.10%；医药、煤炭、纺织服装领跌 3.23%、1.79%、1.06%。

##### 2) 权益市场展望：

外部流动性拐点或将至，国内经济企稳背景下市场对海外货币政策转向预期升温共同驱动人民币值落入合理区间，带动人民币资产吸引力增强，外资有望加速流入。海外通胀预期方面，当地时间 7 月 26 日美联储宣布加息 25 个基点落地后，市场对年内再次加息的预期持续降温。人民币汇率有望在稳汇率政策下趋稳，投资人民币的机会成本下降或将使外资流入增加。近期北向资金大幅流入，连续两周呈买入态势，北向资金有望持续流入支撑 A 股上行。

流动性宽松背景下，消费、房地产、资本市场改革等方面政策持续加码提振投资者预期，有望带动资金面回暖。6 月央行逆回购利率、MLF 利率、LPR 利率调降落地，为市场注入流动性，以此为背景，7 月中央政治局会议为下半年经济工作定调，根据上海证券报报道，证监会《资本市场投资端改革行动方案》将出台，8 月 3 日证券业定向降准为市场释放增量流动性。扩大和恢复消费的政策持续落地，其中房地产方面政策加码力度较大，“认房不用认贷”、个人住房贷款利率和首付比例下行、调整存量个人住房贷款利率，提振地产链信心。政策面拐点有望带动资金面回暖，本周（7 月 31 日至 8 月 4 日）沪深两市成交金额相较于 7 月第一周上升，但基金发行较为震荡。随着投资者信心增强，A 股活跃度有望提高，基金发行有望回升，带动 A 股上行。

库存周期拐点更加明确，市场有望迎来上行。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 31 日，国家统计局发布数据显示，7 月份制造业采购经理指数（PMI）为 49.3%，较上个月上升 0.3%，连续两个月小幅回升，以及此前的 1-6 月全国规模以上工业企业实现利润总额降幅比 1-5 月份收窄 2.0 个百分点，均显示即将迎来盈利周期的拐点。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。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。

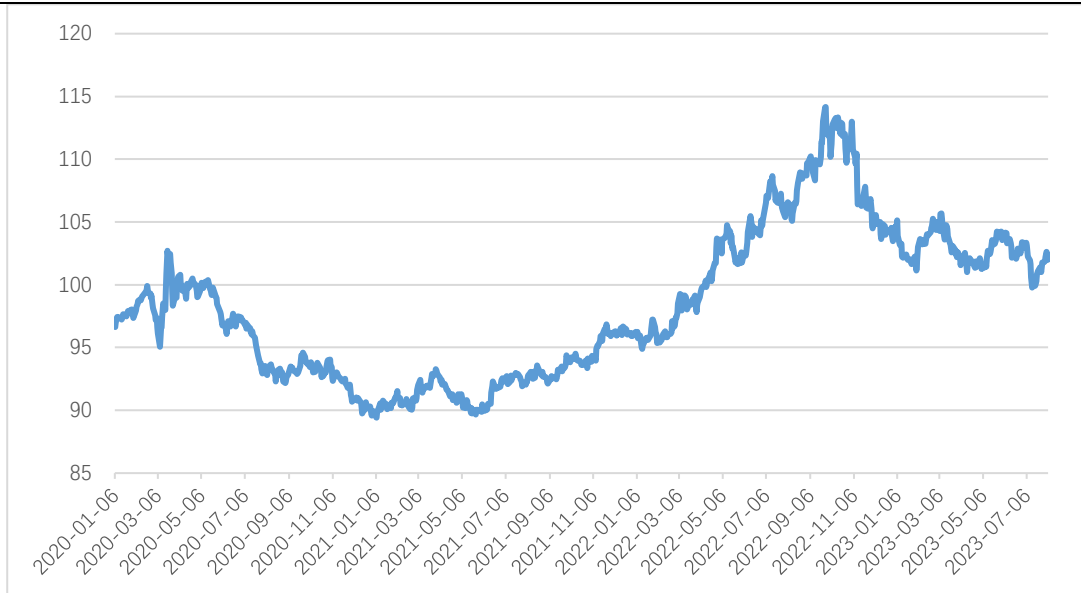
经济数据逐渐筑底企稳，对市场上行形成一定支撑。随着本轮投资端改革政策的连续落地，A 股活跃度有望提高，基金发行有望回升，带动 A 股上行。短期内主题投资表现或较稳定，市场风格或走向均衡。非银金融、通信等中报景气度较高，且具备中特估属性配置价值或较高。扩大内需政策呵护下，消费板块有望迎来反弹，短期内重点看好房地产、家用电器、食品饮料等行业。

### 3.2 美元指数分析：美国 7 月份 ADP 就业数据超预期，但随后非农就业数据爆冷，本周美元指数先涨后跌

本周美元指数报 102.0037，较上周上涨 0.1253。本周月初，多项美国月度经济数据公布，其中本周三公布的美国 ADP 就业数据大幅超过市场预期，对美元指数形成支撑，数据公布当天美元指数走强。然而本周五公布的美国非农就业数据则仅新增 18.7 万人，不及市场预期，同日美联储官员称美国就业放缓，进一步加息的必要有所下降，受此影响，当日美元指数有所回落。本周英国央行如期加息，但委员们对是否持续加息分歧增大，美国以外的主要经济体通胀回落，加息放缓，也成为本周美元指数上行的原因之一。

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，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 7：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