

金融市场分析周报

(2023.08.07-2023.08.11)

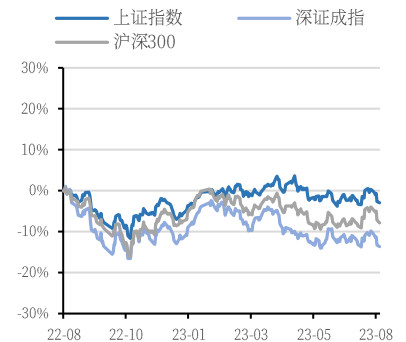
报告摘要

- 进出口数据:** 中国7月进、出口同比降幅均继续走扩，由于进口降幅更大，贸易顺差较前值有所增加。结构上看，7月出口同比数据延续了5月以来的基本格局，除去年同期高基数影响外，价格仍然是本次出口数据同比跌幅扩大的重要因素。7月进口同比增速大幅下降，贸易顺差衰退式上涨。我国工业生产有放缓趋势，经济内需不足。往后看，年内出口同比数据有望筑底企稳。
- CPI/PPI:** 7月，CPI同比下降0.3%，环比上涨0.2%；PPI同比下降4.4%，环比下降0.2%。往后看，受内需逐步恢复和关键商品价格低位反弹支撑，后续CPI同比快速下行概率不大，7月或为年内CPI同比低点，但另一方面，因去年同期关键商品价格处在高位影响，年内CPI同比突破+1%的概率仍然较小。后续随着内需的进一步回暖，PPI环比Q2以来持续为负的趋势有望迎来转折，结合Q3和Q4PPI翘尾因素的上行，后续PPI同比降幅有望持续缩窄，预计年内PPI当月同比最低的时间点已经过去。
- 资金面分析:** 月初资金面维持平稳；下周税期叠加政府债融资加速，仍需关注资金面变化情况。本周央行公开市场共有530亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了180亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场净回笼350亿元。本周月初，冲击资金面的外部因素有限，资金面延续上一周的平衡充裕状态。7月份社融回落，央行6月份仍坚持MLF少量增量续作，表达态度较实际投放数量更为重要，本期MLF仍有可能维持增量续作；但同时税期叠加政府债融资加速，仍需关注资金面变化情况。

主要数据

上证指数	3178.4272
沪深300	3855.9061
深证成指	10755.1425

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

增量稳增长政策仍需进一步发力 —2023-08-13
内需恢复，PPI和CPI同比大概率已经见底 —2023-08-11
金融市场分析周报 —2023-08-09

- **利率债：**本周发布进出口数据、通胀数据及金融数据，进出口数据低于预期，通胀数据符合预期，金融数据大幅低于预期。消息面方面证监会召开地产会议，地产预计将会有进一步的调控。从市场对数据的反馈程度来看，大幅低于预期的社融仅在发布后带来长端的小幅下行，政策扰动将继续，目前利率债磨底已有一段时间，有一定的政策扰动带来的上行风险。目前地产链对我国经济仍有较大影响，如上周所述，地产仍旧是主要刺激方向之一，但地产目前面临的问题是需求不足，存量利率下降银行执行较难，地产反转需要较长时间。本周在弱数据的情况下利率债小幅下行，预计未来将有机构快速止盈，交易空间较为狭窄，短期依旧震荡为主。
- **权益市场：**本周国内主要经济数据不及预期，叠加美元指数回升、人民币贬值及拜登政府签署行政令设立对外投资审查机制等的影响，A股市场回调明显，其中上证指数创年内最大周跌幅。北上资金8月7日-8月11日共5个交易日净卖出金额为255.81亿元。上证指数最终报收3189.25点，下跌3.01%，同期深证成指下跌3.82%，创业板指下跌3.37%。分行业来看，30个中信一级行业中全部下跌，其中通信、建材、综合金融、房地产跌幅明显，分别下跌5.99%、4.81%、4.69%、4.58%。7月以来，自中央政治局会议后，得益于一系列的积极政策，市场信心大增，使A股迎来了连续两周的上涨。后期CPI以及出口等宏观经济数据不及预期，叠加外资受拜登政府制裁政策的影响，市场预期出现情绪波动，整体A股估值处于较低水平。但经济数据逐渐筑底企稳，将会对市场上行形成一定支撑。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。当前市场整体估值偏低，行业估值呈分化态势。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且当前估值较低的行业。
- **美元指数分析：**美国7月份通胀数据持续缓和，官方发言称预计明年开始讨论是否降息，本周美元指数上行。本周美元指数整体走强。本周德国、法国7月份通胀数据公布，整体符合预期，数据显示欧洲多国通胀上行似乎得到控制，同时本周欧洲央行消费者调查显示，消费者预

计未来 12 个月及三年的通胀程度均就前期有所缓和，对于未来经济的预测更加乐观，受此影响，本周欧元等欧洲国家货币有所贬值，美元指数走强。本周美国 7 月份 CPI 数据公布，同比增幅略低于预期，环比增幅符合预期。本周多位美联储官员发言，多数认为通胀缓和符合预期，是否停止加息仍需观察，预期明年将讨论是否开始降息。

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 出口同比增速跌幅超预期扩大	5
1.2 CPI 有望逐步筑底回升	7
1.3 一周要闻	9
二、 固定收益市场分析	9
2.1 资金面分析：月初资金面维持平稳；下周税期叠加政府债融资加 速，仍需关注资金面变化情况	9
2.2 利率债走势分析：央行本周小幅回笼资金，本周发布进出口、通胀 数据，金融数据大幅低于预期，证监会召集房企举行会议，利率债震荡 小幅下行	12
2.3 存单信用债分析：存单融资额持续回落、信用债融资额小幅回升； 信用债收益率整体下行	14
三、 主要资产价格分析	15
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	15
3.2 美元指数分析：美国 7 月份通胀数据持续缓和，官员发言称预计明 年开始讨论是否降息，本周美元指数上行	17

一、 本周重点经济

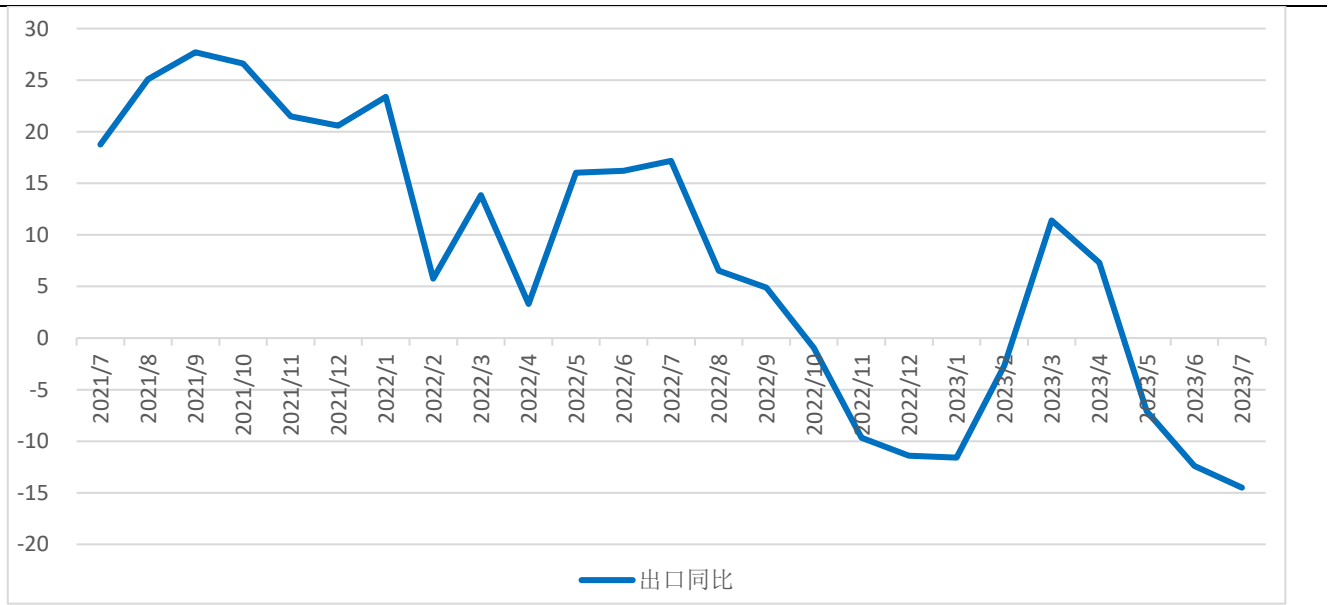
1.1 出口同比增速跌幅超预期扩大

出口延续回落。7月出口增速降幅扩大，连续两个月降幅在两位数以上。我们认为主因有以下几点：1. 高基数仍是主要原因，去年三季度月均出口金额都在3000亿美元以上的历史高位，价格相对数量而言拖累更大，2023年前6个月出口价格指数均值为103.9，且趋势上是持续回落的，6月仅为93.3，而2022年同期均值为111.1；2. 外需仍弱，7月摩根大通全球制造业PMI 48.7，去年9月至今持续低于荣枯线。美国（46.4）、欧元区（42.7）均处于较深的收缩区间，其中欧元区火车头德国7月制造业PMI仅为38.8，日本（49.6）在发达经济体中表现稍好，这也反映在了对日本出口的环比并未明显弱于季节性。

分国别看，仍呈现结构性分化特征。7月对美国（-23.1%）、欧盟（-20.6%）、东盟（-21.4%）的出口降幅均在20%以上，对日本为-18.4%。而从环比来看，仅日本（3.7%）略低于近5年同期均值（3.9%），美国、欧盟、东盟均明显弱于季节性。对俄罗斯、非洲出口增速为51.8%、-4.9%，虽然仍然高于整体出口增速，但也较前期有所回落。同时由于对俄罗斯出口的体量不大，对出口增速的拉动也仅为1.06个百分点。

分产品来看，汽车出口依然最为亮眼，单月出口增速高达83.3%，产业链优势明显；船舶单月波动较大，但1-7月累计同比达16.2%，7月单月增速达82.4%，仅次于汽车；手机单月出口增速大幅上升25.6个百分点至2.2%，自1-2月以来首次回正，但可持续性仍有待观察。机电产品出口增速虽然也有所回落，但仍然高于整体出口。劳动密集型产品如玩具、服装、家具增速仍然承压。

图 1：出口延续回落,增速降幅扩大 (%)



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

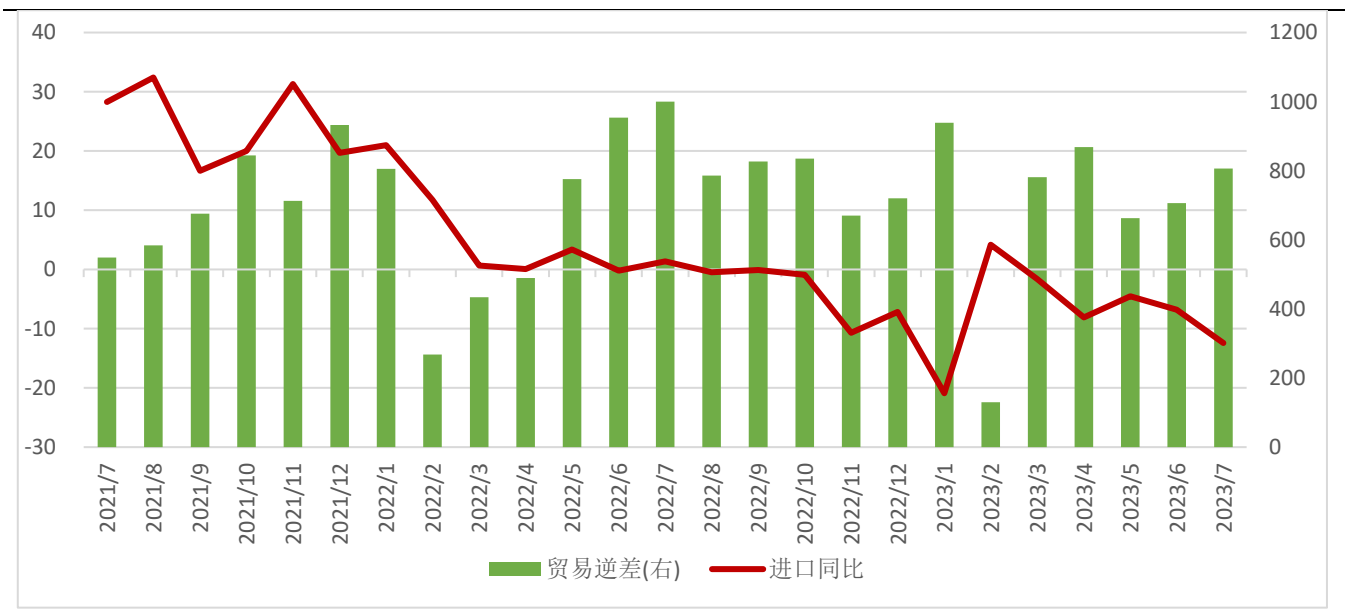
进口同比增速大幅下降，贸易顺差衰退式上涨

进口回落价格拖累较多。7月进口环比-6.3%，低于近5年同期均值的3.0%，弱于季节性，凸显内需仍

然不足。从量和价来看，2月-6月进口数量指数均维持在100以上，而价格指数自3月以来始终位于100以下，这体现出进口的拖累主要来自于价格层面。CRB商品价格指数月均同比3月-6月均维持在两位数以上的跌幅，7月收窄至4.1%，主要源于原油价格的上涨。

一方面，7月部分商品进口价格下行幅度扩大，对于出口增速的拖累加剧。另一方面，国内需求仍然偏弱，7月重点商品进口数量同比增速普遍回落，继续制约我国进口修复速度。分项来看，重点商品中医药进口当月同比转正，铜材进口当月同比降幅大幅收窄，汽车、纸浆进口当月增速转负。2023年7月，医药进口当月同比增长4.1%，同比由负转正；铜材进口当月同比降幅较6月收窄18.9个百分点，主因在于基数大幅下行；钢材进口当月同比降幅较6月收窄6.1个百分点；自动数据处理设备和集成电路进口当月同比分别下降6.1%和16.7%。

图2：进口同比增速大幅下降，贸易顺差衰退式上涨（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

出口同比数据有望筑底企稳

海外需求仍较为疲软，而同期基数下降，出口同比或将见底回升。从海外主要经济体的情况来看，当前欧美等经济体对我国商品需求较弱，且由于通胀反弹压力仍存，加息周期虽近尾声，但或将维持高利率水平一段时间，需求回暖仍需时日。从基数看，2022年8月订单集中释放效应基本消退，同期基数下降，即便以7月出口金额环比-1.2%保守推算8月出口金额，8月出口同比-10.9%，降幅较7月收窄。总的来看，后续随基数进一步回落、外需逐步恢复，出口有望迎来回暖。从基数看，2022年8月订单集中释放效应基本消退，同期基数下降，即便以7月出口金额环比-1.2%保守推算8月出口金额，8月出口同比-10.9%，降幅较7月收窄。总的来看，后续随基数进一步回落、外需逐步恢复，出口有望迎来回暖。

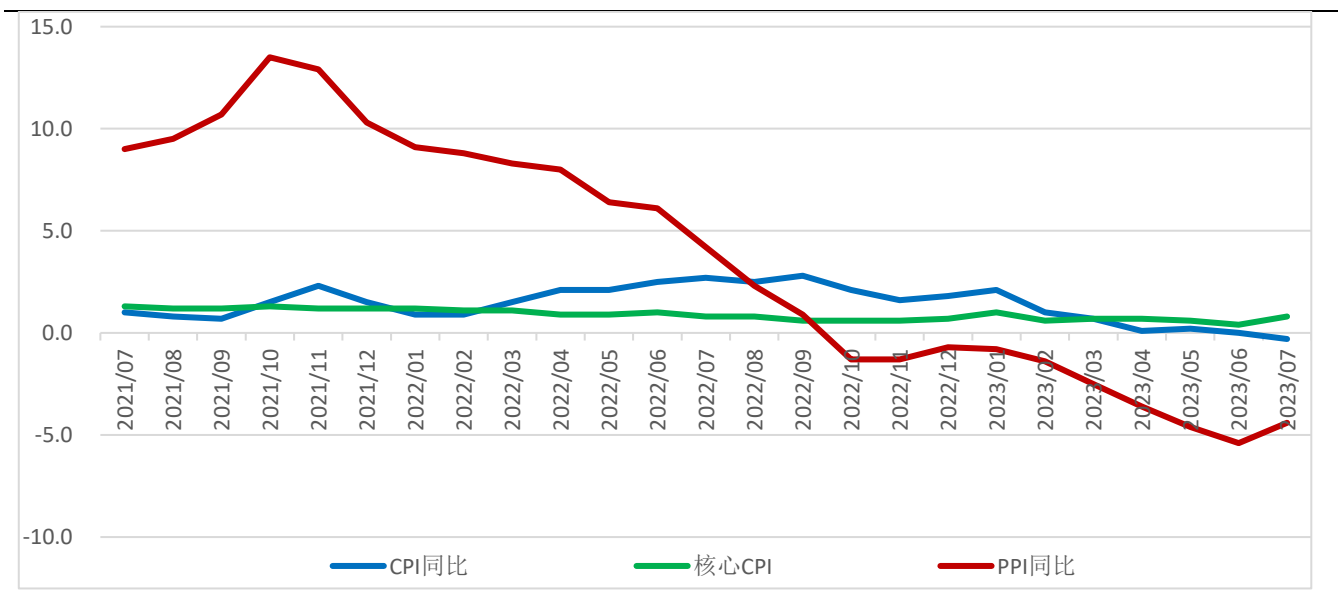
1.2 CPI 有望逐步筑底回升

CPI 回落，核心 CPI 上行，服务消费仍是经济亮点

燃料价格上行，交运项对 CPI 拖累减弱。本期汽车价格和通信工具价格边际下行，但交通工具用燃料价格明显反弹。7 月国际油价持续上行，国内成品油价格也随之调升，带动交通通信 CPI 回升。基数影响叠加菜价回落，食品项对 CPI 的贡献转负。本期猪价已止跌企稳，但在基数影响下，猪价 CPI 同比降幅走阔。此外，本期蔬菜价格逆季节性回落，也是食品项价格下行的的重要原因。

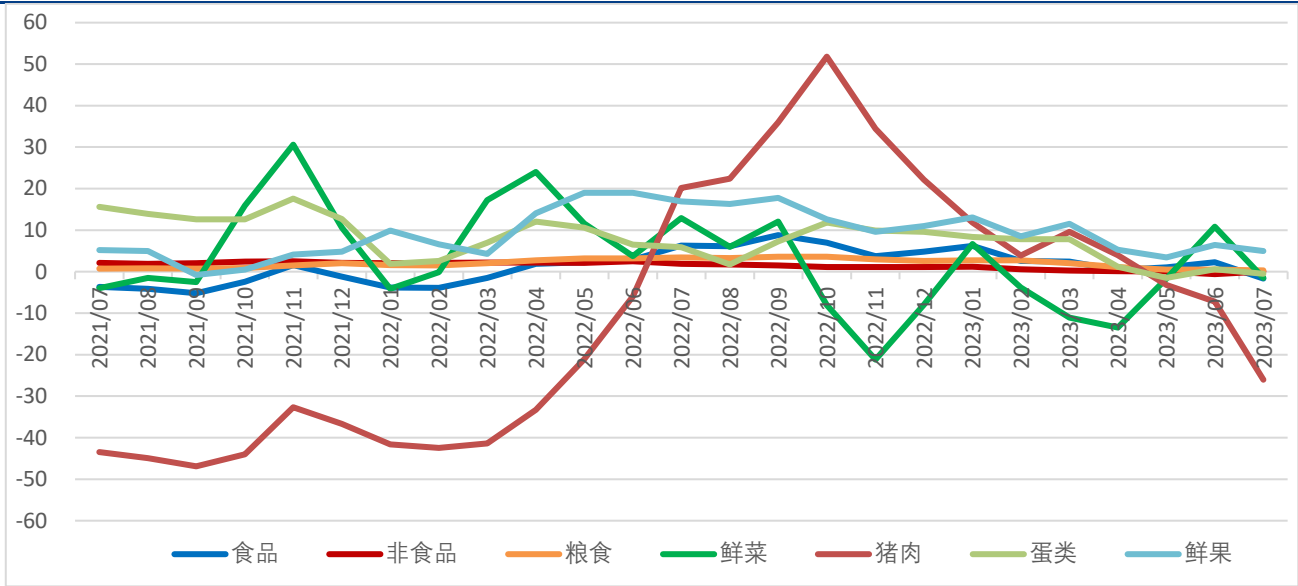
核心通胀回升，服务消费仍是当前经济修复的亮点。7 月核心 CPI 同比回升，环比超季节性，其中衣着、生活用品和旅游是本期主要支撑。服务消费仍是当前经济修复的亮点，其本期 CPI 环比已超疫前水平。稳增长政策部署落地，或支撑消费需求和价格回升。7 月政治局会议前后，各项稳增长政策持续部署出台，国内消费潜力有望释放。

图 3：CPI 回落，核心 CPI 上行，PPI 同比降幅收窄（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

图 4：燃料价格上行，交运项对 CPI 拖累减弱，服务消费仍是当前经济修复的亮点（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

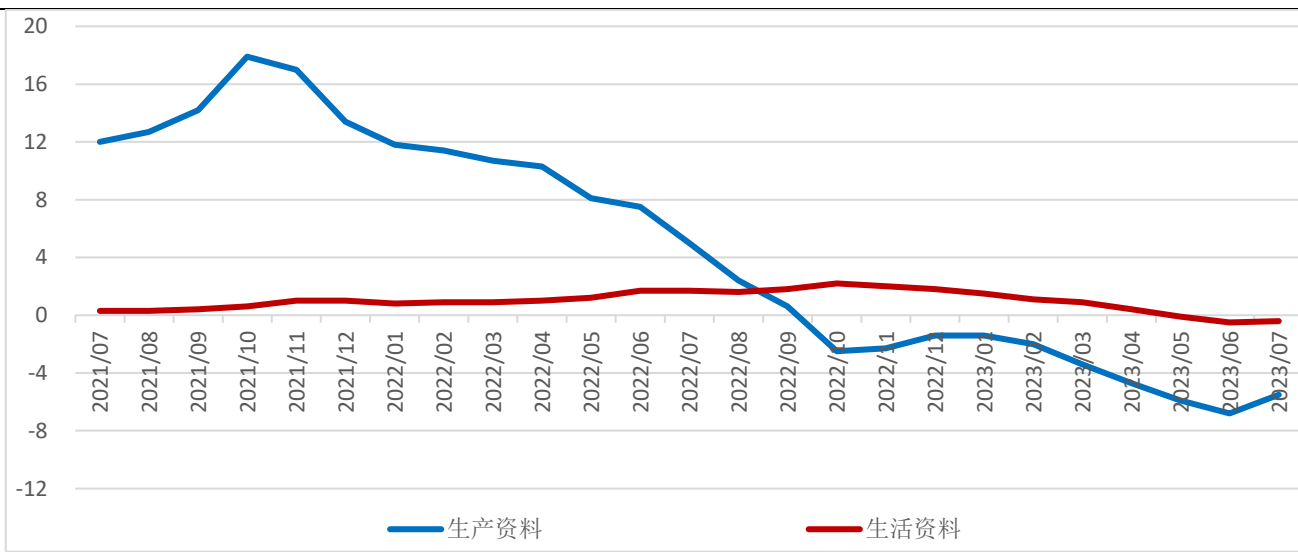
PPI 全线回升，生产需求回暖

上中下游全线回升，PPI 同比降幅收窄。供应链来看，本期上游原材料加工回升幅度最大。分行业来看，本期金属矿采类和加工类行业的生产价格改善最为明显，能源化工类行业价格也出现一定回暖。

PPI 环比明显回升，生活资料端价格出现普涨。生产资料端来看，虽然整体价格处于下行，但降速大幅收窄。生活资料端来看，本期所有分项价格均出现上涨，或指向终端需求在稳步复苏。

生产需求回暖，或支撑后续生产端价格回升。7 月 PMI 新订单减生产指数出现回升，或表明随着经济企稳改善，生产需求在修复。

图 5：上中下游全线回升，PPI 同比降幅收窄 (%)



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

内需恢复，CPI/PPI 同比大概率已经见底

受限食品和能源价格的基数影响，CPI 同比滑落至负值区间，但是核心 CPI 上行显示了消费回暖的积极信号，PPI 在到达底部位置后也开始逐步回升，价格端整体感受在改善。而 7 月政治局会议前后，多项稳增长密集出台，市场信心有明显回升，后续消费端和生产端的需求动能均有望增强。后续走势来看，CPI 同比或在本期到达底部，8 月有望转正，年末或回升至 1% 以上。

PPI 方面，后续同比读数或稳步回升，但可能在负值持续一段时间。整体而言，本轮价格或已见底，后续可关注本轮库存周期的拐点。美国经济表现出一定韧性，但国内地产产业链修复仍需要时间来消化，PPI 上行空间仍受到一定约束。7 月价格数据释放的是需求筑底回暖的积极信号，年内剩余时间预计随需求实质回暖、高基数压力减轻，CPI、PPI 同比将双双走向上行通道

1.3 一周要闻

1) 美国通胀持续回落。本周美国劳工部公布最新通胀报告显示，受商品价格回落影响，美国 7 月未季调 CPI 同比上升 3.2%，预期 3.3%，前值 3%；季调后 CPI 环比升 0.2%，符合预期，与前值持平。7 月未季调核心 CPI 同比升 4.7%，创 2021 年 10 月以来新低，预期及前值均为 4.8%；核心 CPI 环比升 0.2%，与预期及前值一致。联邦基金利率期货显示，美联储 9 月维持利率不变概率逼近 90%。美国 7 月 PPI 同比上升 0.8%，预期 0.7%，前值自 0.1% 修正至 0.2%；环比升 0.3%，创 1 月以来最大升幅，预期 0.2%，前值自 0.1% 修正至持平。7 月核心 PPI 同比升 2.4%，预期 2.3%，前值 2.4%；环比升 0.3%，预期升 0.2%，前值自升 0.1% 修正至降 0.1%。

2) 沪深交易所发布通知完善交易制度优化交易监管，切实推动活跃市场。完善交易制度方面，研究将沪市主板股票、深市上市股票、沪深两市基金等证券申报数量要求由 100 股（份）整数倍调整为 100 股（份）起、以 1 股（份）递增。研究 ETF 引入盘后固定价格交易机制，进一步满足投资者以收盘价交易 ETF 需求。优化交易监管，平衡好保持交易通畅和打击恶意炒作；进一步明确市场预期，提升监管透明度。

3) 本周央行公布 7 月份金融数据。中国 7 月信贷与社融增量低于市场预期，出现相对明显的季节性回落。央行公布数据显示，7 月人民币贷款增加 3459 亿元，同比少增 3498 亿元；7 月末，广义货币（M2）余额 285.4 万亿元，同比增长 10.7%。7 月社会融资规模增量为 5282 亿元，比上年同期少 2703 亿元；7 月末社会融资规模存量为 365.77 万亿元，同比增长 8.9%。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：月初资金面维持平稳；下周税期叠加政府债融资加速，仍需关注资金面变化情况

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场全口径净投放 2890 亿元

本周央行公开市场共有 530 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 180 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场净回笼 350 亿元。下周央行公开市场将有 180 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 30 亿元、60 亿元、20 亿元、50 亿元、20 亿元；此外下周二还将有 4000 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	310	80	90	30	20
7 天	30	60	20	50	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	-280	-20	-70	20	0

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：月初资金面维持平稳。本周月初，冲击资金面的外部因素有限，资金面延续上一周的平衡充裕状态，央行逆回购小幅净回笼，对资金市场影响不大。随下周缴税走款临近，本周隔夜及 7d 资金价格略有上行。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.4469%，R007 加权平均升至 1.7948%；交易所回购利率 GC001 加权平均升至 1.7190%，GC007 加权平均升至 1.7820%。

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	1.6271	1.4865	1.6341	1.4502	1.4469
	R007	1.7604	1.8188	1.7977	1.7966	1.7948
	R014	1.8491	1.8899	1.8727	1.8909	1.8578
	R021	1.9500	1.8724	1.8762	1.9030	2.0514
	R1M	1.9334	2.1064	2.1602	1.9885	2.0110
上交所协议回购	206001	3.3530	3.2890	3.1700	3.5950	
	206007	2.9810	2.8640	2.9110	2.7500	3.2940
	206014	3.4520	3.4440	3.4010	4.0660	4.9910
	206021	5.4370	5.0650	4.4600	5.2400	5.9320
	206030	5.2980	4.5010	4.1670	5.0660	5.0870
利率互换定盘: 1Y	FR007	1.9977	1.9855	1.9891	1.9893	1.9756

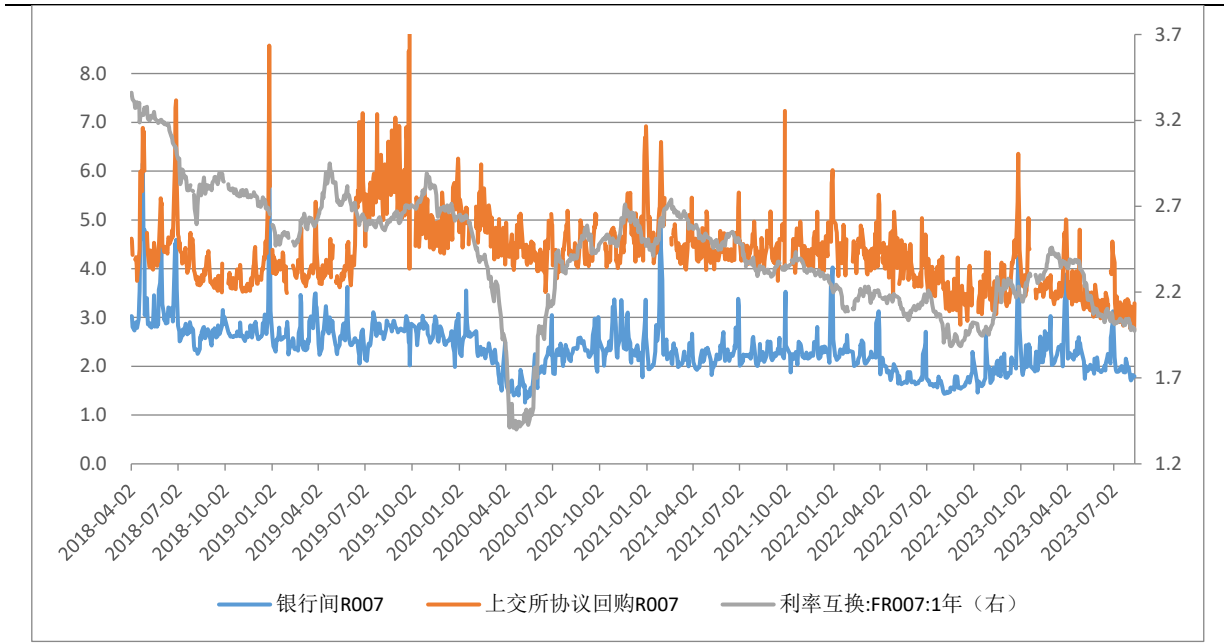
资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

2) 资金面的展望: 税期叠加政府债融资加速, 仍需关注资金面变化情况

日前央行、外汇局召开 2023 年下半年工作会议, 提到继续精准有力实施稳健的货币政策, 促进企业综合融资成本和居民信贷利率稳中有降。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, 关注未来资金面转向可能。

下周二开始缴税走款, 八月虽非缴税大月, 但仍需关注缴税对于资金面的影响。本周央行仅进行少量逆回购投放, 下周逆回购到期有限, 但同时下周二存 4000 亿元 MLF 到期, 需关注央行续作情况。政府债方面, 下周政府债融资额有所上行, 叠加税期可能对于资金面产生影响。整体来看, 7 月份社融回落, 央行 6 月份仍坚持 MLF 少量增量续作, 表达态度较实际投放数量更为重要, 本期 MLF 仍有可能维持增量续作; 但同时税期叠加政府债融资加速, 仍需关注资金面变化情况。

图 6：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：央行本周小幅回笼资金，本周发布进出口、通胀数据，金融数据大幅低于预期，证监会召集房企举行会议，利率债震荡小幅下行

1) 利率债走势复盘：央行本周小幅回笼资金，本周发布进出口、通胀数据，金融数据大幅低于预期，证监会召集房企举行会议，利率债震荡小幅下行

周一，央行展了 30 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。当日 310 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 280 亿元。今日情绪偏谨慎，上午较弱，下午走高，现券中长端小幅下行，10y 日终下行 0.3-0.45bp；

周二，央行展了 60 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。当日 80 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 20 亿元。今日进出口数据公布，低于预期，债市对此类基本面数据已不敏感，反之权益、外汇及海外市场有一定波动，关注明日 CPI 数据，利率债现券除短端平收及小幅上行外，中长端小幅下行，长端小幅下行 0.2bp；

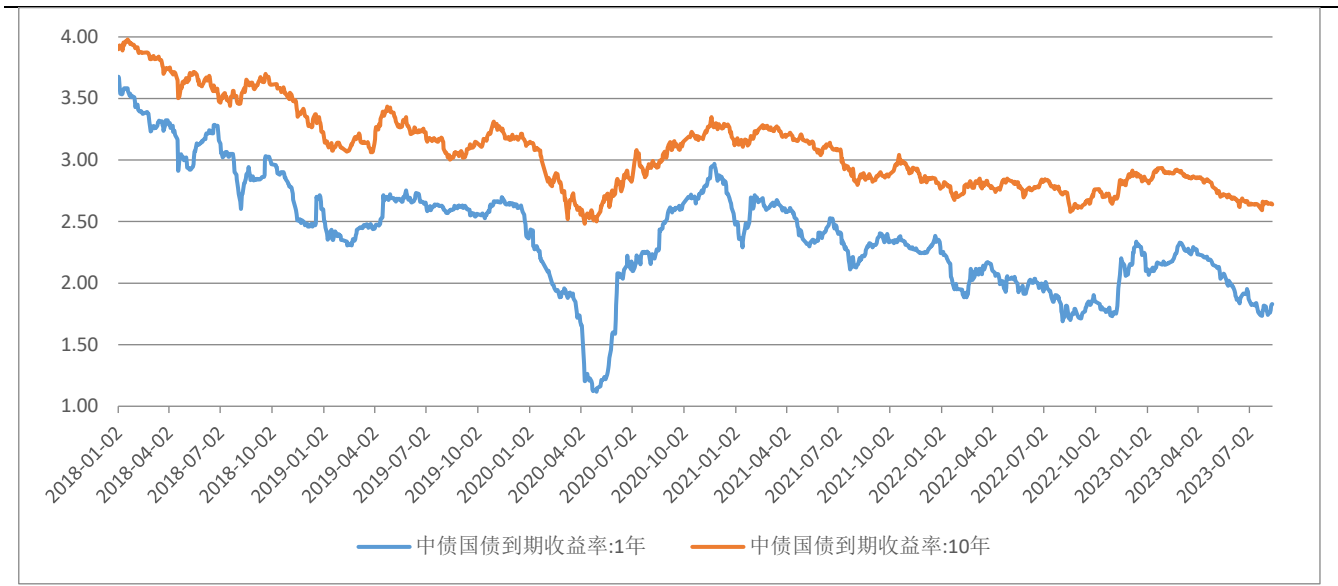
周三，央行开展了 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。当日 90 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 70 亿元。CPI 转负，但为预期中，PPI 回升，碧桂园成为市场焦点，利率债整体小幅上行；

周四，央行开展了 50 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。当日 30 亿元逆回购到期，因此单日净投放 20 亿元。今日股债略有翘板效应，在消息面匮乏情况下，小盘券商股继续拉升，在全市场交易量触底的情况下，大盘走高，利率债除长端小幅下行 0.15-0.25bp 外，其余期限均上行；

周五，央行开展了 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，因此当日完全对冲到期量；本周央行公开市场共有 530 亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了 180 亿元逆回购操作，因此本周央行公开市场净回笼 350 亿元；早盘利率小幅下行，午间受万亿地方债融资化解隐债消息影响，利率转上行，晚间发布金融数据，大幅低于预期，小幅震荡下行。

本周活跃券 10 年国债活跃券 230012 由 2.6460% 累计下行 1.1bp 至 2.6350%，10 年国开活跃券 230210 由 2.7475% 累计下行 1.00bp 至 2.7375%。

图 7：10 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：本周发布进出口数据、通胀数据及金融数据，进出口数据低于预期，通胀数据符合预期，金融数据大幅低于预期。消息面方面证监会召开地产会议，地产预计将会有进一步的调控。从市场对数据的反馈程度来看，大幅低于预期的社融仅在发布后带来长端的小幅下行，政策扰动将继续，目前我国内部及外部压力均较大，利率债磨底已有一段时间，有一定的政策扰动带来的上行风险

进出口：中国 7 月出口（以美元计价）-14.5%，预期-11.4%，前值-12.4%；进口-12.4%，预期-4.8%，前值-6.8%；贸易顺差 806 亿美元。出口已下降至 2020 年 2 月以来最低值，基数高（去年 7 月为全年最高）+海外需求不足；分区域看，环比均下降，对南非出口由正（1.08）转负（-15.37），对俄罗斯增速下降同样较大（90.93->51.83），拉动幅度减弱。进口受价格拖累较大，多数产品价格走弱，跌幅扩大，原油（-32）、煤及褐煤（-39）下降较大；同时内需较弱导致原油、钢材、铁矿石进口量虽为正但增速减少。

CPI、PPI：7 月 CPI 同比下降 0.3%，预期降 0.5%，前值持平。PPI 同比降 4.4%，预期降 4.1%，前值降 5.4%。CPI 转负为预期中，对市场影响较小，食品项拖累，猪（-26%）、菜（-1.5%）、果（-5.1%），猪价环比平稳，菜果蛋环比下行，猪价目前看不到转向的迹象，能繁母猪量依旧较高，预计到 10 月还会继续拖累。非食品项同比持平，环比+0.5%，暑期对出行链影响较大，旅游业同比+13.1%，宾馆住宿、旅游及飞机票同比上涨超过 10%，电影及演出票价格+5.9%。拉动核心 CPI 小幅上涨。PPI 降幅收窄，生产资料收窄幅度（1.3%）大于生活资料（0.1%），环比来看，油气开采、黑金采选、燃料加工、有色加工环比均由负转正，高基数后 PPI 将底部反转，利好工业企业盈利改善。总体来说，下半年 CPI 和核心 CPI 有望回升，核心 CPI 的回升速度料将更快。

金融数据：7 月社会融资规模增量为 5282 亿元，比上年同期少 2703 亿元，前值增 42241 亿元；7 月末社会融资规模存量为 365.77 万亿元，同比增长 8.9%；7 月人民币贷款增加 3459 亿元，同比少增 3498 亿元，前值 30500 亿元；7 月 M2 同比降至 10.7%。人民币贷款新增规模为 2009 年 11 月以来新低，企业中长期贷款新

增 2712 亿，少增 747 亿，为 2022 年 8 月以来企业中长期贷款首次少增，新增也是 2022 年 4 月以来新低。同时短端票据冲量。居民端信贷大幅减少，跟 7 月地产萎靡+提前还贷有关，预计短期居民信贷继续走低。政府债券未继续拖累，且在加快专项债发行情况下 8,9 月会转为社融拉动项。

整体看，数据方面，进出口数据去年基数较高，但较大的跌幅也给资本市场造成一定影响，且目前国内外压力均较大，联储加息周期未终止，虽 9 月加息市场预期概率较低，但按目前国际环境来看，联储仍有较大可能加息，将对我国利率政策形成一定制约；通胀数据尚可，下降为预期中，在去年高猪价情况下仍会继续拖累，但核心 CPI 稳步回升；金融数据在上半年信贷冲量结束的情况下大幅低于预期，实体经济信贷需求偏弱，地产继续萎靡导致居民端信贷较弱，后续关注银行存量贷款利率下降的执行情况、地产政策出台进度与修复情况、政府债提前加速发行情况，均会带来社融扭转。目前地产链对我国经济仍有较大影响，如上周所述，地产仍旧是主要刺激方向之一，但地产目前面临的问题是需求不足，存量利率下降银行执行较难，地产反转需要较长时间。本周在弱数据的情况下利率债小幅下行，预计未来将有机构快速止盈，交易空间较为狭窄，短期依旧震荡为主。

2.3 存单信用债分析：存单融资额持续回落、信用债融资额小幅回升；信用债收益率整体下行

1) 一级市场发行：存单融资额持续回落、信用债融资额小幅回升

同业存单方面，本周同业存单净融资规模为-1,975.00 亿元，发行总额达 4,281.40 亿元，平均发行利率为 2.1572%，到期量为 6,256.40 亿元。同业存单融资额环比持续回落。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 3.03bp 报 1.7898 %，3M 期存单平均发行利率较上周上行 1.30bp 报 2.0383 %，6M 期存单平均发行利率较上周上行 109.2bp 报 3.3327 %，9M 存单平均发行利率较上周下行 5.18bp 报 2.2791%。

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 2,397.67 亿元，环比增加 559.24 亿元，偿还量约 2,451.04 亿元，净融资额约-53.37 亿元，环比增加 54.34 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整体下行，1 年期各评级信用债收益率下行 5.53p~6.53bp，3 年期各评级信用债收益率下行 4.36bp~5.36bp，5 年期各评级信用债收益率下行 1.68BP~3.71bp。

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	2.3223	4.80%	-5.53
信用债(AAA):3 年	2.6964	4.20%	-4.36
信用债(AAA):5 年	2.9811	2.30%	-2.71



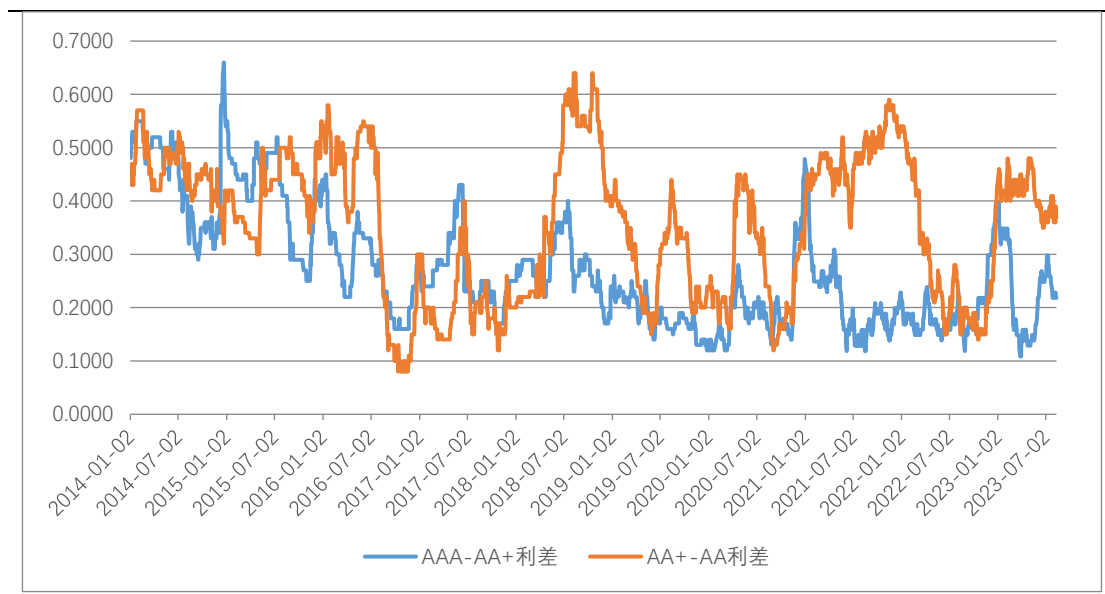
信用债(AA+):1年	2.4253	4.70%	-5.53
信用债(AA+):3年	2.9146	4.20%	-5.36
信用债(AA+):5年	3.2843	3.20%	-3.71
信用债(AA):1年	2.4903	4.20%	-6.53
信用债(AA):3年	3.2846	6.70%	-5.36
信用债(AA):5年	3.7143	5.00%	-1.68

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 1.17bp、扩大 0.17bp、扩大 1.17bp, 5Y-3Y 利差分别扩大 1.65bp、扩大 1.65bp、扩大 3.68bp。

评级利差方面, 本周 AA+与 AAA 之间利差为 22bp, 较上周缩小 1bp, AA 与 AA+之间的利差为 37bp, 较上周持平。

图 8: 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: 本周国内主要经济数据不及预期, 叠加美元指数回升及拜登政府制裁政策的影响, A 股市场回调明显

7 月以来, 自中央政治局会议后, 得益于一系列的积极政策, 市场信心大增, 使 A 股迎来了连续两周的上涨。后期 CPI 以及出口等宏观经济数据不及预期, 叠加外资受拜登政府制裁政策的影响, 市场预期出现情绪波动, 整体 A 股估值当前处于较低水平。

上证指数最终报收 3189.25 点，下跌 3.01%，同期深证成指下跌 3.82%，创业板指下跌 3.37%。分行业来看，30 个中信一级行业中全部下跌，其中通信、建材、综合金融、房地产跌幅明显，分别下跌 5.99%、4.81%、4.69%、4.58%。

北向资金本周呈流出状态，净卖出金额为 255.81 亿元。上证指数，深证成指，沪深 300，科创 50，创业板指，中证 500，中证 1000 分别下跌 3.01%，3.82%，3.39%，3.79%，3.37%，3.51%，3.53%。行业风格上，本周成长风格表现较弱，下跌 3.83%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交额为 7775.02 亿元，较上周下降了 1794.13 亿元。估值方面，A 股整体市盈率为 17.41 倍，较上周下降 3.04%。

2) 权益市场展望：

随着政策预期兑现，市场逻辑由主题热点回归均衡，有望受益于政策落地与中报业绩表现较好的行业或值得关注。截至 8 月 11 日，7 月、8 月 TMT 板块行业（电子、计算机、传媒、通信）在每月涨跌幅前 3 行业仅出现一次，频率为 16.67%，相较于 2023 上半年大幅下降。政策方面，7 月随着政治局会议后稳增长政策的落地，房地产、商贸零售等大消费板块涨幅靠前，食品饮料、建筑装饰、汽车、轻工制造均位于行业涨幅前 10。近期国际能源价格持续反弹，国际原油、天然气价格均有明显走高，带动石油石化板块涨幅靠前。8 月 10 日，沪深交易所计划完善交易制度，包括主板股票、基金等证券申报由 100 股或其整数倍，拟调整为 100 股起、以 1 股为单位递增及拟将 ETF 引入盘后固定价格交易机制等，有助于提升市场流动性，激发市场活力，活跃资本市场。根据半年报业绩预报，非银金融、通信、房地产、交通运输、公用事业等行业中报业绩或较强。本周（8 月 7 日至 8 月 11 日）相较于 6 月第一周（5 月 29 日至 6 月 2 日），TMT 板块周均换手率、周成交额均回落，跌幅均大幅高于市场整体水平，市场或逐渐从主题交易回归均衡。

当前市场整体估值偏低，行业估值呈分化态势。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且当前估值较低的行业。行业估值方面，截至 8 月 11 日，同花顺全 A 市盈率为 13.98 倍，处于 2018 年以来历史百分位的 19.60%。31 个申万一级行业中，有 21 个行业目前估值处于历史中位数之下。地产链估值较高，其中钢铁、房地产、建筑材料行业估值所处历史百分位分别为 2018 年以来的 95.74%、95.22%、92.80%。TMT 板块中传媒、计算机、电子、通信录得 59.91%、58.07%、49.70%、22.17%，相较 7 月第一个交易日的 72.46%、69.76%、65.34%、24.53% 回落。当前经济温和复苏，大金融、周期板块估值较低，煤炭、电力设备、有色金属、石油石化、银行、基础化工估值处于近五年历史较低分位。库存周期方面，根据过去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”。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%。以上行业当前估值均有较大回升空间，截至 8 月 11 日估值历史分位值分别录得 12.70%、22.17%、30.46%、57.19%、52.05%、61.52%，有望在“被动去库”周期中回升。

经济数据逐渐筑底企稳，对市场上行形成一定支撑。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。当前市场整体估值偏低，行业估值呈分

化态势。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且当前估值较低的行业。

3.2 美元指数分析：美国 7 月份通胀数据持续缓和，官员发言称预计明年开始讨论是否降息，本周美元指数上行

本周美元指数报 102.8770，较上周上涨 0.8039。本周美元指数整体走强。本周德国、法国 7 月份通胀数据公布，整体符合预期，数据显示欧洲多国通胀上行似乎得到控制，同时本周欧洲央行消费者调查显示，消费者预计未来 12 个月及三年的通胀程度均就前期有所缓和，对于未来经济的预测更加乐观，受此影响，本周欧元等欧洲国家货币有所贬值，美元指数走强。本周美国 7 月份 CPI 数据公布，同比增幅略低于预期，环比增幅符合预期。本周多位美联储官员发言，多数认为通胀缓和符合预期，是否停止加息仍需观察，预期明年将讨论是否开始降息。

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 9：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