

## 金融市场分析周报

(2023.08.14-2023.08.18)

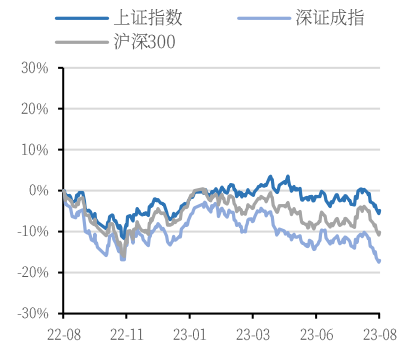
### 报告摘要

- 金融数据:** 8月11日, 央行发布7月金融数据。7月M2同比10.7%, 前值11.3%, M1同比2.3%, 前值3.1%。新增人民币贷款3459亿元, 同比少增3498亿元。社会融资规模增量5282亿元, 同比少增2703亿元。社融存量增速为8.9%, 前值9.0%。总的来看, 7月金融数据低于市场预期, 在反映需求仍然不足的同时, 2021年后表内信贷在季末冲量的效应也越发明显, 季末6月金融数据明显改善, 7月数据表现偏弱, 地产方面仍是主要的拖累。
- 经济数据:** 8月15日, 国家统计局公布7月主要经济数据, 工业增加值、固定资产投资、社零消费等多项数据低于市场预期; 继6月后, 15日央行再度启用降息工具, 7天逆回购、MLF利率分别下调10BP、15BP至1.8%及2.5%。整体来说, 7月经济修复力度趋于走弱, 内生动能暂显疲弱。具体来看, 首先, 7月工业增加值同比增速回落, 主要仍受到需求不足的制约, 极端天气也有一定的影响; 其次, 投资全面放缓, 此前韧性较强的基建和制造业投资双双走低, 或与专项债发行较慢和高温多雨天气有关, 而地产投资保持低位负增, 地产数据仅竣工端有明显改善; 最后, 7月社消零售同比增速延续回落, 结构来看, 服务消费强于商品、必需消费强于可选。
- 资金面分析:** 缴税期间央行增大投放, 资金面有所收紧; 下周资金面仍存压力, 关注央行公开市场支持情况。本周央行公开市场共有180亿元逆回购和4000亿元MLF到期, 本周央行公开市场累计进行了7750亿元逆回购和4010亿元MLF操作, 因此本周央行公开市场全口径净投放7580亿元。缴税期间资金面有所收紧。本周缴税走款, 8月份非缴税大月, 但本次缴税走款资金面波动较为明显。同时本周MLF

### 主要数据

|       |           |
|-------|-----------|
| 上证指数  | 3120.3338 |
| 沪深300 | 3758.2271 |
| 深证成指  | 10374.727 |

### 主要指数走势图



### 作者

符旻 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

经济筑底, 稳增长政策效力面临考验 —2023-08-20  
7月主要经济指标全面回落, 经济继续筑底 —2023-08-20  
金融市场分析周报 —2023-08-16

到期央行小幅增量续作，表态作用大于实际资金投放。下周随缴税走款结束，可能对资金面有所缓解，但同时下周五 7d 资金开始跨月，关注跨月对于资金面的影响。本周税期央行增量投放，下周公开市场操作到期量接近 8000 亿元，同时存有 600 亿元国库定存到期，也将对资金造成一定冲击。下周政府债融资额仍位于高位，对于资金面影响仍在。整体来看，下周资金面仍存压力，关注央行公开市场支持情况。

- **利率债：**本周发布经济数据，继续低于预期，MLF 超预期降息带动利率债进一步下行，目前市场对相关政策传闻敏感度有所下降，经济复苏预期继续降低，地产方面数据表现一般，目前看利率债反转可能性较小，短期仍旧以底部震荡为主。整体看，数据继续较弱，经济复苏斜率放缓，从地产政策传闻来看，一线仍有部分的打开的空间，但政策效果仍有待观察。周五证监会答记者问对于权益方面大幅低于预期，印花税方面虽有传闻，但上一次调整是 2008 年 9 月 19 日，双边改为单边，沪指单日上涨 9.45%，次日涨 7.77%，目前国家财政有一定压力，新股仍旧继续发行，降低印花税可能性较低，短期内股债翘板效应对债市产生利空的影响将有一定减弱。联储方面，上周已经分析，国际环境严峻，联储仍有较大可能加息，本周联储便发出鹰派言论，虽有外部环境制约，本周央行已经超出市场预期对 MLF 进行降息续做。未来机构止盈需求较高，短期依旧震荡为主。
- **权益市场：**本周宏观经济数据不及预期，人民币汇率走低，北向资金流出明显，导致国内主要指数全部下跌，但其中价值股较为抗跌。北上资金 8 月 14 日-8 月 18 日共 5 个交易日净卖出金额为 291.2 亿元，创今年以来北向资金单周净流出的新高。上证指数最终报收 3131.95 点，下跌 1.80%，同期深证成指下跌 3.24%，创业板指下跌 3.11%。分行业来看，30 个中信一级行业中 26 个行业下跌 4 个上涨，其中纺织服装、国防军工、电力及公用事业、轻工制造分别上涨 0.90%、0.83%、0.51%、0.07%。本周市场表现疲软原因主要为：1) CPI、社融及规模以上增加值等宏观经济数据不及预期；2) 人民币汇率持续走低导致外资净流出加大；3) 上市公司中报集中披露，其中机械、电气设备行业增长占比高，化工，电子设备、仪器和元件行业下降占比高。展望未来，

A 股盈利周期或已开启回升，当下或为积极布局期。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 FOMC 会议透露鹰派信息，本周美元指数上行。本周美国 7 月份 FOMC 会议纪要公布，纪要显示多数美联储官员认为通胀仍存较大上行风险，需要更多证据才能让人们相信物价压力正在消退；对于美国经济，美联储工作人员不再预计会出现经济衰退，预计失业率将小幅上升。纪要公布当日美元指数有所上行。本周多项美国经济数据公布，数据指向喜忧参半。但同时欧洲经济数据公布，整体显示欧洲通胀预期减弱，经济就业同样呈现弱势，非美元货币多数走弱，美元指数相应走强。

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

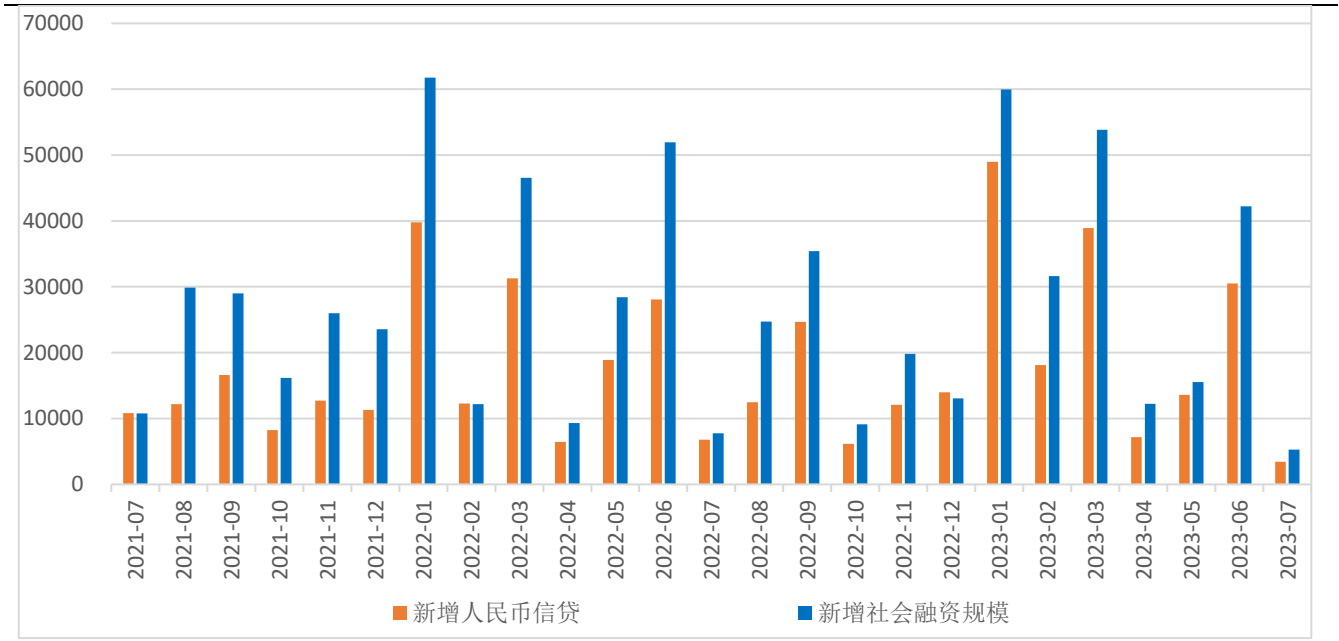
|  |    |
|--|----|
| 一、 本周重点经济 .....  | 5  |
| 1.1 居民信贷偏弱，政策或将加速落地.....   | 5  |
| 1.2 经济数据全面走弱，货币政策已经先行 .....  | 8  |
| 1.3 一周要闻.....  | 10 |
| 二、 固定收益市场分析 .....  | 10 |
| 2.1 资金面分析：缴税期间央行增大投放，资金面有所收紧；下周资金面仍存压力，关注央行公开市场支持情况.....               | 10 |
| 2.2 利率债走势分析：央行本周税期大幅投放资金，本周发布经济数据，MLF 超预期降息续做，利率债下行后小幅回升，整体下行幅度较大..... | 12 |
| 2.3 存单信用债分析：存单融资额、信用债融资额环比回升；信用债收益率整体下行.....                           | 14 |
| 三、 主要资产价格分析 .....  | 16 |
| 3.1 权益市场分析：A 股盈利周期或已开启回升，当下或为积极布局期.....                                | 16 |
| 3.2 美元指数分析：美国 7 月份 FOMC 会议透露鹰派信息，本周美元指数上行.....                         | 17 |

## 一、 本周重点经济

### 1.1 居民信贷偏弱，政策或将加速落地

6 月季末高增后，7 月信贷数据偏弱。此前 6 月季末人民币贷款在高基数下季节性冲量，居民贷款尤其是中长期贷款与地产销售数据明显背离，6-7 两月合并同比少增 1695 亿元可能才是真实的反映。

图 1：6 月季末高增后，7 月信贷数据偏弱（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

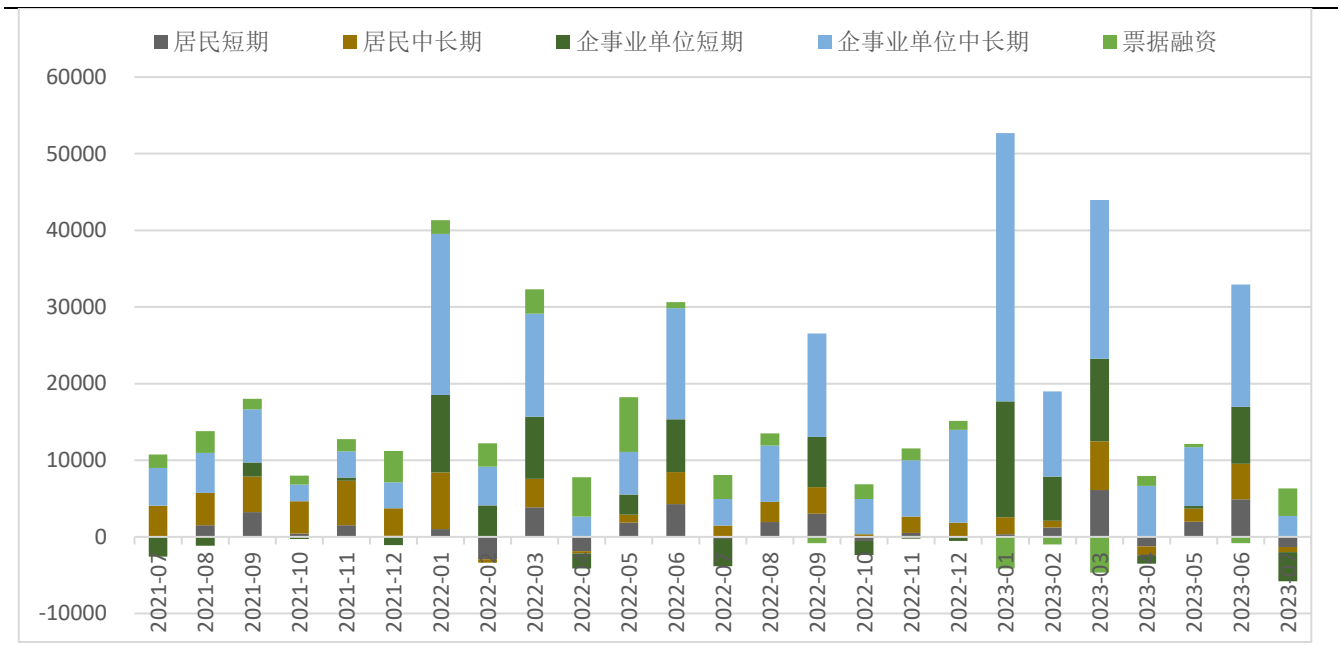
#### 居民信贷偏弱

此前 6 月季末人民币贷款在高基数下季节性冲量，居民贷款尤其是中长期贷款与地产销售数据明显背离，6-7 两月合并同比少增 1695 亿元可能才是真实的反映。

居民端表现较弱。居民贷款减少 2007 亿元，同比多减 3224 亿元，几乎贡献了全部人民币贷款的少增。其中短期贷款减少 1335 亿元，同比多减 1066 亿元，显示消费需求，尤其是商品消费需求在 618 集中释放后显得相对更弱；中长期贷款减少 672 亿元，在上月增加 4630 亿元后再次出现单月净减少，从 RMBS 条件早偿率指数来看，7 月中下旬进一步下行至 0.13，所以很难用提前还款规模加大来解释，我们认为 7 月居民中长期贷款的减少，与商品房销售整体仍弱对应。

企业端总量尚可，结构不佳。企业贷款新增 2378 亿元，同比少增 499 亿元。其中中长期贷款新增 2712 亿元，同比少增 747 亿元，考虑到上半年整体较强的表现，以及 7 月高频数据显示经济未明显走弱，7 月企业中长期贷款走弱是不是受季末波动的影响尚待验证。票据融资的增加对冲了短期贷款的减少。

图 2: 居民端表现较弱, 企业端总量尚可, 结构不佳 (亿元)

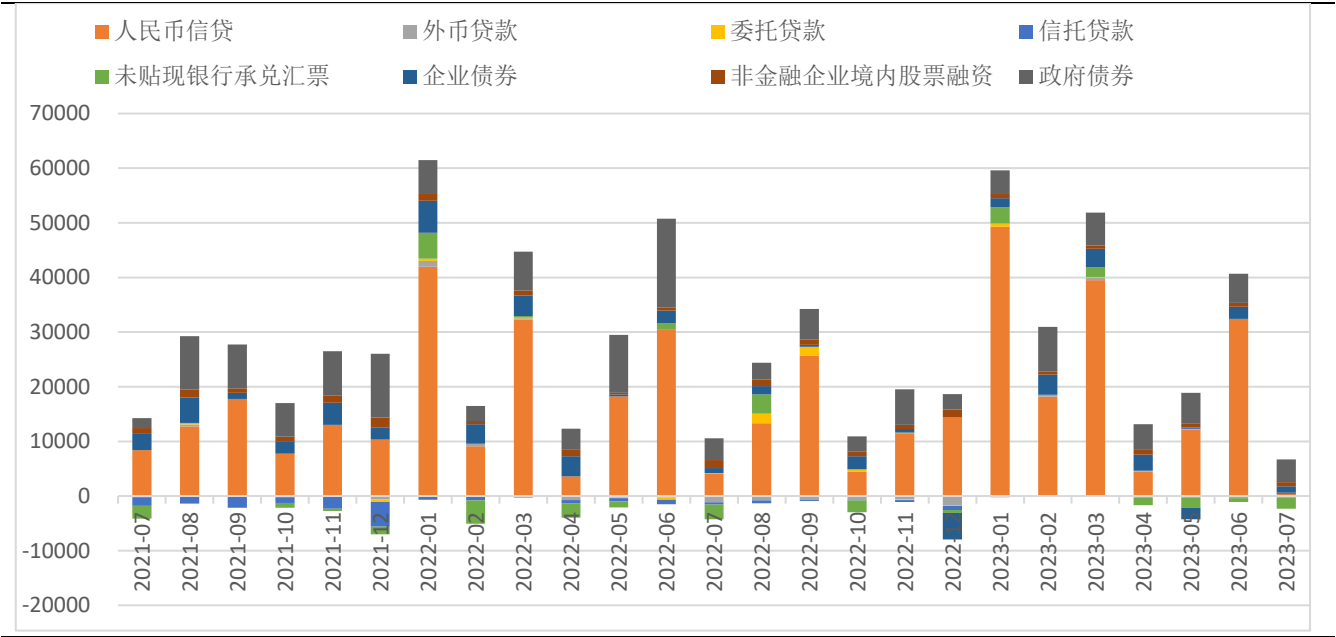


资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

### 社融主要受表内贷款拖累

社融主要受表内贷款拖累。社融口径下的人民币贷款新增 364 亿元, 同比少增 3892 亿元, 与金融机构口径下人民币贷款表现一致, 是主要拖累项, 剔除人民币贷款后, 其他融资同比多增 1189 亿元。非标融资减少 1724 亿元, 但同比少减 1329 亿元, 主要贡献来自于委托贷款及未贴现银行承兑汇票。股票融资新增 786 亿元, 由于高基数影响, 同比少增 651 亿元。企业债券融资新增 1179 亿元, 同比多增 219 亿元, 继续呈现恢复态势。政府债券融资新增 4109 亿元, 同比多增 111 亿元, 拖累较二季度大幅减轻, 去年下半年的新增地方政府专项债发行主要来自于 9 月提出的 5000 亿元结存限额, 而今年专项债发行节奏整体偏慢, 据 wind 数据 1-7 月累计发行新增地方政府专项债 2.5 万亿元左右, 剩余 1.3 万亿元发行节奏或在三季度明显提速, 对社融形成一定支撑。

图 3: 社融主要受表内贷款拖累 (亿元)

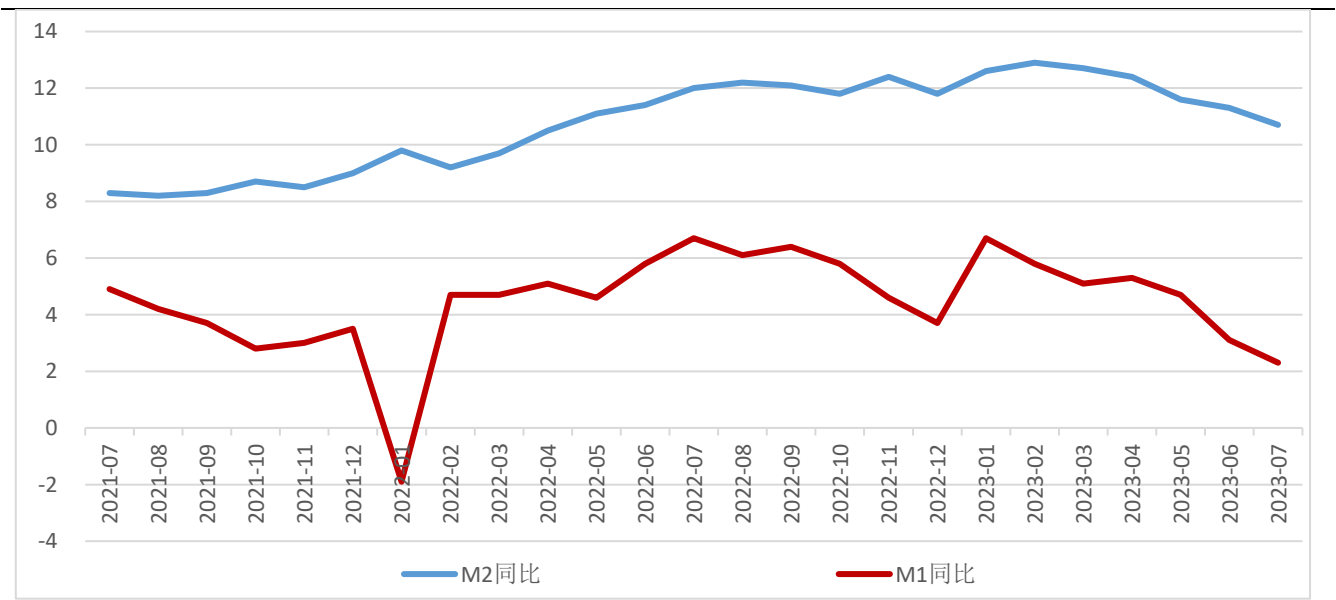


资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

货币增速继续回落

货币增速继续回落。一方面 M1、M2 都受到基数走高的影响, 另外信贷投放明显放缓, 财政存款的增加叠加地产的拖累, 或是导致 M2 增速明显回落的主因, 而 M1 增速回落则体现经济活力不足。7 月当月人民币存款净减少 11200 亿元, 同比多减 11647 亿元, 其中居民、企业存款同比多减, 银行存款同样可能存在季末揽储冲量的影响, 而财政存款同比多增。

图 4: 货币增速继续回落 (%)



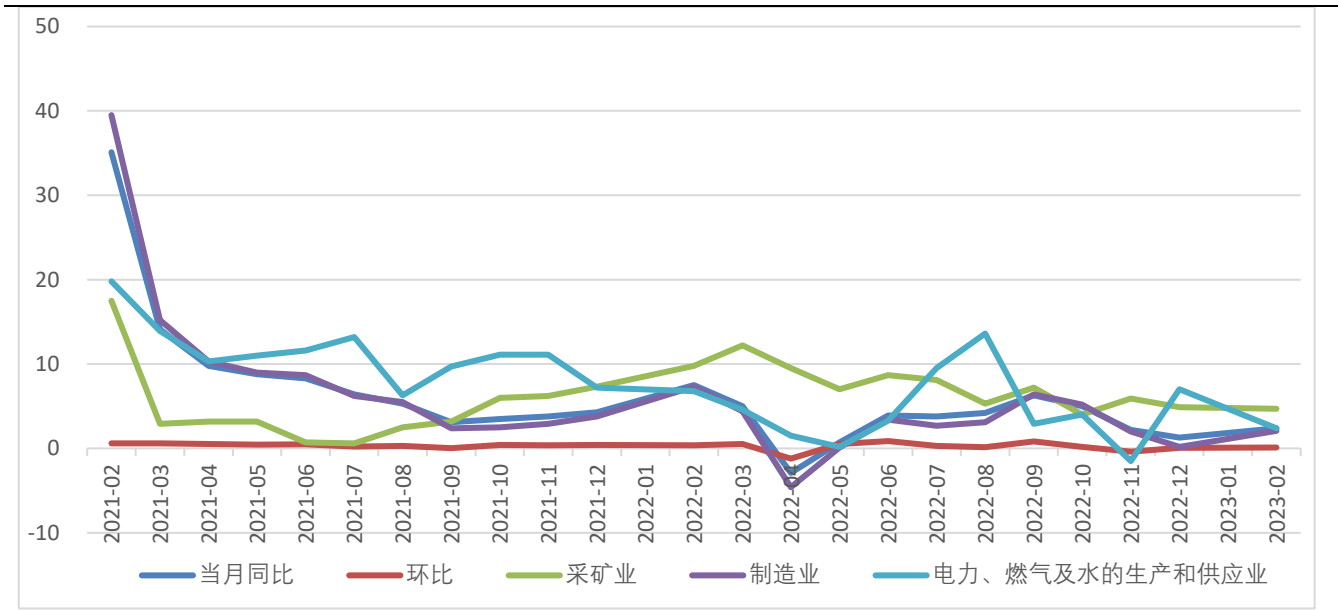
资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

## 1.2 经济数据全面走弱，货币政策已经先行

生产端边际回落。

上游部类及电气机械、化工、汽车保持领先：7 月工业增加值同比 3.7%，低于前值 (4.4%) 和预期 (4.6%)，剔除基数效应后的两年复合同比为 3.8%，同样低于前值 (4.2%)，一定程度源于极端天气等扰动，但主要因素源于内外需均较为疲弱。分行业看，黑色冶炼、有色冶炼、油气开采等受益于近期大宗价格上涨的原材料部类，及电气机械、化工、汽车等行业保持领先，医药、非金属制品等出口和地产链板块降幅居前。

图 5：7 月工业增加值同比 3.7%；上游部类及电气机械、化工、汽车保持领先 (%)



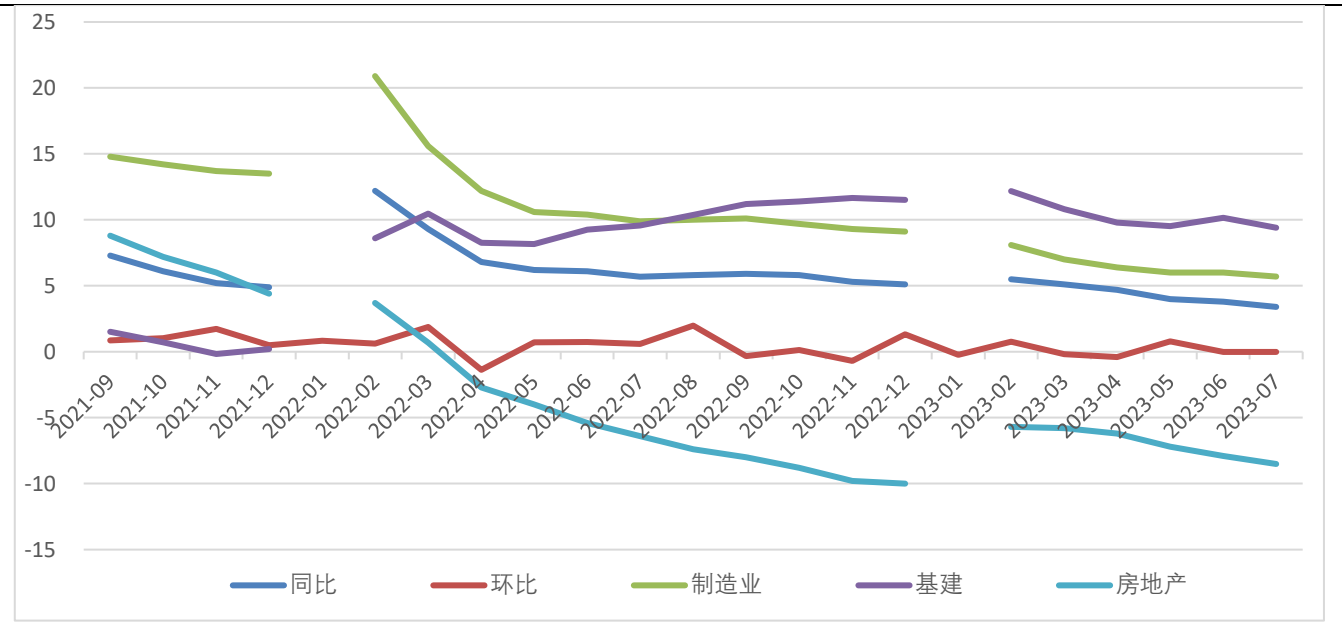
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

投资端再度回落。

地产投资降幅扩大，基建投资明显降速，制造业投资同样下行：7 月固定资产投资同比 1.2%，低于前值 (3.1%) 和预期，其中房地产投资同比-12.2%，降幅较上月 (-10.3%) 扩大，反映地产投资端仍然低迷；制造业投资同比 4.3%，低于前值 (6.0%)，企业部门同样承压；基建投资同比 5.3%，较前值 (11.7%) 明显回落，随着 Q3 专项债剩余额度抓紧发放，后续基建仍有一定支撑，但若无增量工具，后续增速仍然承压。



图 6: 地产投资降幅扩大, 基建投资明显降速, 制造业投资同样下行 (%)

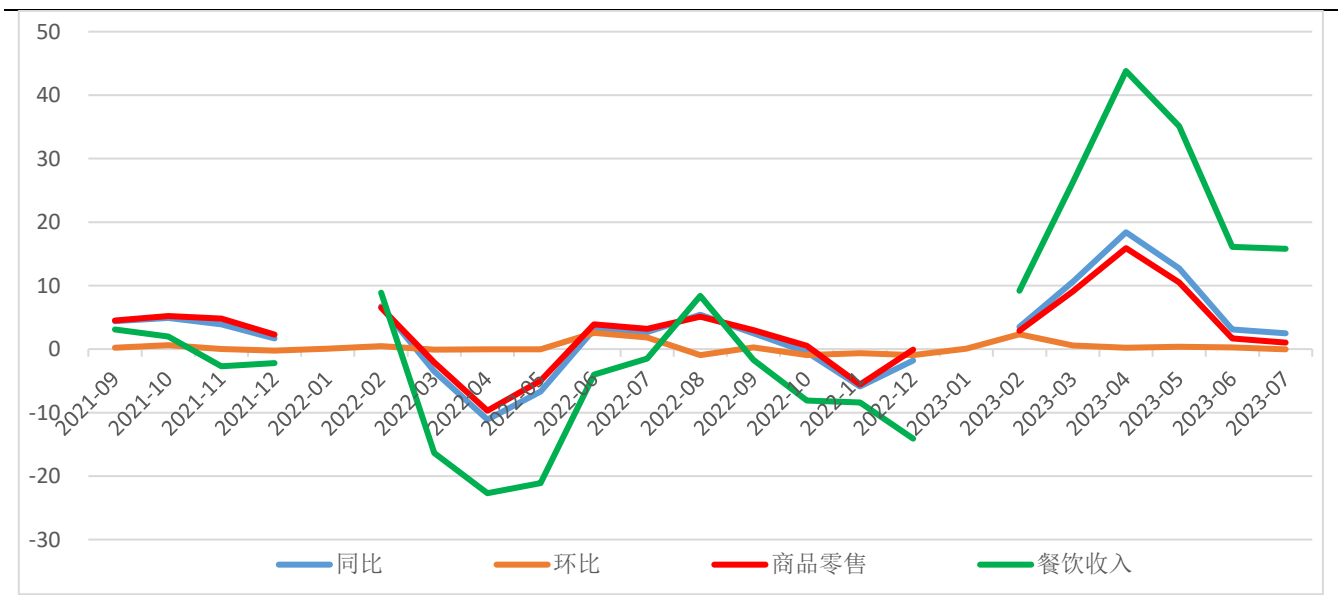


资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

社零消费增速放缓。

餐饮及必选消费领先, 地产链和可选消费承压: 7 月社零消费同比 2.5%, 低于预期(5.3%)和前值(3.1%), 剔除基数后的两年复合同比为 2.6%, 同样低于前值 (3.1%), 反映内需仍然疲弱。按大类分, 7 月餐饮、汽车、其他部分同比分别为 15.8%、0.8%、1.0%, 餐饮等线下消费保持领先; 按社零细项分, 烟酒、粮油食品、药品等必选消费增速领先, 建筑装潢、家电音像等地产类及文化办公、金银珠宝等可选类消费增速靠后。

图 7: 餐饮及必选消费领先, 地产链和可选消费承压 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

货币政策已经先行

7月宏观数据指向稳增长压力加大，降息已经先行，增量政策仍然可期：近期公布的7月贸易、通胀、经济和金融数据均环比走弱，一定程度受极端天气等供给侧因素影响，但主要原因仍在于内外需均疲弱，且8月以来高频数据未见明显好转，对应稳增长诉求提升。在此背景下，15日央行再度启用降息工具，7天逆回购、MLF利率分别下调10BP、15BP至1.8%及2.5%，降息幅度超市场预期，反映货币政策首要目标仍在呵护经济。目前市场聚焦点仍在稳增长政策，在经济下行加大背景下，预计增量工具加码概率提升，后续重点关注地产、化债、活跃资本市场等领域政策的出台与落地情况。

### 1.3 一周要闻

1) 本周中国7月经济数据公布，主要指标同比增速较上月有所放缓。国家统计局发布数据显示，7月份，全国规模以上工业增加值同比增长3.7%，社会消费品零售同比增长2.5%。全国城镇调查失业率为5.3%，比上月上升0.1个百分点。1-7月，固定资产投资同比增3.4%，房地产投资同比下降8.5%。另外，服务零售额指标首次亮相，1-7月同比增长20.3%，明显快于商品零售额增速。自8月份开始，全国青年人等分年龄段的城镇调查失业率将暂停发布，待相关统计方法制度进一步完善后会及时恢复发布。

2) 本周美联储7月份FOMC会议纪要公布。纪要显示两名美联储官员倾向于在7月份保持利率稳定。多数美联储官员认为通胀存在“重大”上行风险。多位与会者警告意外过度收紧政策的风险，一些与会者认为经济风险变得更加平衡。与会者表示，经济活动似乎正在逐渐放缓。美联储工作人员不再预计会出现经济衰退，预计失业率将小幅上升。与会者表示通胀高得令人无法接受，需要更多证据才能让人们相信物价压力正在消退。

3) 三大关键政策利率同天下调。本周二进行2040亿元7天逆回购操作，中标利率下调10bp至1.9%；续作4010亿元1年期MLF，中标利率下调15bp至2.5%。同时，央行将常备借贷便利利率（SLF）下调10个bp。

## 二、 固定收益市场分析

### 2.1 资金面分析：缴税期间央行增大投放，资金面有所收紧；下周资金面仍存压力，关注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7580亿元

本周央行公开市场共有180亿元逆回购和4000亿元MLF到期，本周央行公开市场累计进行了7750亿元逆回购和4010亿元MLF操作，因此本周央行公开市场全口径净投放7580亿元。下周央行公开市场将有7750亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期60亿元、2040亿元、2990亿元、1680亿元、980亿元。此外下周一（8月21日）还将有600亿元国库现金定存到期。

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      | 30 | 60   | 20   | 50   | 20  |
| 7 天           | 60 | 2040 | 2990 | 1680 | 980 |
| 14 天          | 0  | 0    | 0    | 0    | 0   |
| MLF (投放) 365D | 0  | 4010 | 0    | 0    | 0   |
| MLF (回笼) 365D | 0  | 4000 | 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 | 1990 | 2970 | 1630 | 960 |

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:** 缴税期间资金面有所收紧。本周二为缴税截止日, 本周三、周四缴税走款。本周一起资金价格有所上行, 隔夜及 7d 利率均就上周有所上涨。本周二税期正式开始, 资金价格持续走高, 本周五税期结束, 资金价格仍未见下行。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 2.0524%, R007 加权平均升至 2.0091%; 交易所回购利率 GC001 加权平均升至 1.9720%, GC007 加权平均降至 1.9600%。

表 2: 本周货币市场利率

| 市场         | 代码     | 周一<br>(%) | 周二<br>(%) | 周三<br>(%) | 周四<br>(%) | 周五<br>(%) |
|------------|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 银行间回购      | R001   | 1.7865    | 1.8811    | 1.9705    | 1.9994    | 2.0524    |
|            | R007   | 1.8522    | 1.9472    | 1.9467    | 1.9748    | 2.0091    |
|            | R014   | 1.8881    | 2.0063    | 1.9749    | 1.9903    | 2.0900    |
|            | R021   | 2.0008    | 2.0828    | 2.0629    | 2.0837    | 2.1361    |
|            | R1M    | 2.0317    | 2.0444    | 2.1814    | 2.0843    | 2.1336    |
| 上交所协议回购    | 206001 | 3.3190    | 3.5600    | 3.3720    | 3.2430    |           |
|            | 206007 | 3.0560    | 2.9510    | 2.9760    | 2.9070    | 3.1320    |
|            | 206014 | 4.5350    | 3.7300    | 4.1650    | 4.6970    | 4.6990    |
|            | 206021 | 5.0450    | 4.7770    | 4.9670    | 4.5270    | 5.1020    |
|            | 206030 | 5.4540    | 4.5970    | 4.5960    | 4.0520    | 4.2840    |
| 利率互换定盘: 1Y | FR007  | 1.9521    | 1.9104    | 1.9109    | 1.9145    | 1.9028    |

资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

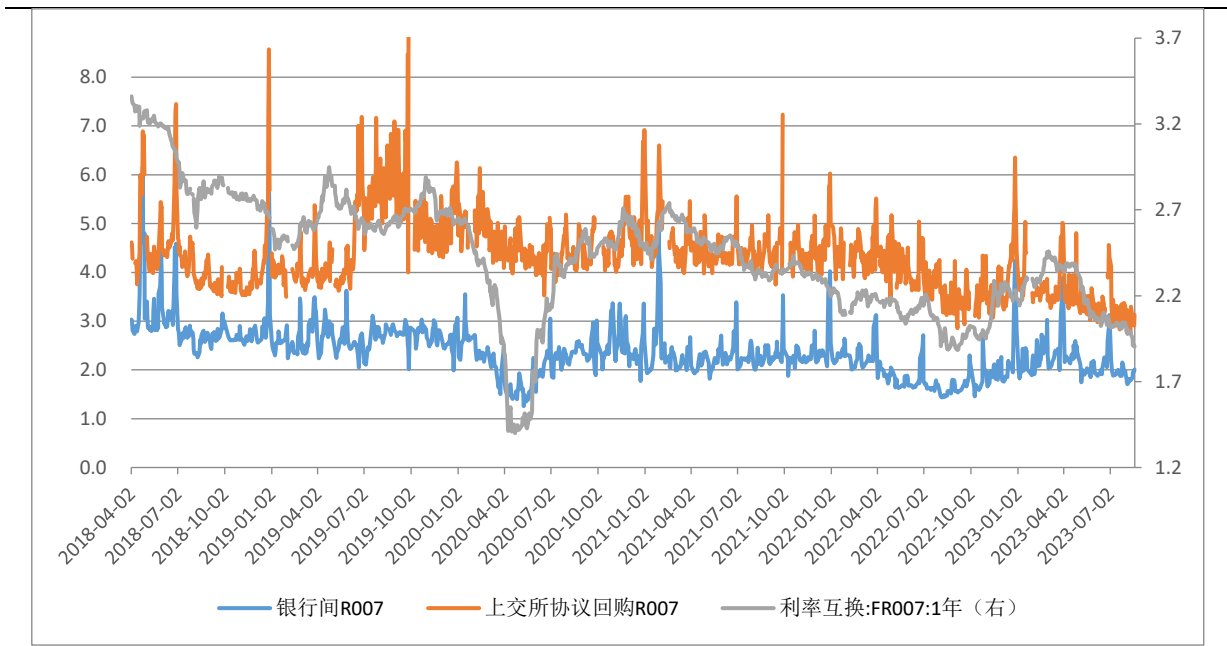
## 2) 资金面的展望: 下周资金面仍存压力, 关注央行公开市场支持情况

日前央行发布第二季度中国货币政策执行报告称, 下一阶段保持货币信贷总量适度、节奏平稳。本周央行降

息 15bp，一定程度超市场预期，也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。

本周缴税走款，8 月份非缴税大月，但本次缴税走款资金面波动较为明显。同时本周 MLF 到期央行小幅增量续作，表态作用大于实际资金投放。下周随缴税走款结束，可能对资金面有所缓解，但同时下周五 7d 资金开始跨月，关注跨月对于资金面的影响。本周税期央行增量投放，下周公开市场操作到期量接近 8000 亿元，同时存有 600 亿元国库定存到期，也将对资金造成一定冲击。下周政府债融资额仍位于高位，对于资金面影响仍在。整体来看，下周资金面仍存压力，关注央行公开市场支持情况。

图 8：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：央行本周税期大幅投放资金，本周发布经济数据，MLF 超预期降息续做，利率债下行后小幅回升，整体下行幅度较大

1) 利率债走势复盘：央行本周税期大幅投放资金，本周发布经济数据，MLF 超预期降息续做，利率债下行后小幅回升

周一，央行开展了 60 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 30 亿元。市场继续对周五社融反馈，T 走出年内新高，现券下行，权益市场尾盘拉回，对债影响较小，长端日终下行 1-1.5bp；

周二，央行开展了 2040 亿元 7 天期公开市场逆回购操作和 4010 亿元 1 年期中期借贷便利（MLF）操作，中标利率分别为 1.80%、2.50%，上次分别为 1.90%、2.65%，充分满足了金融机构需求。当日 4000 亿元 MLF 和 60 亿元逆回购到期，因此单日净投放 1990 亿元。T 高开，现券长端下行 6bp，后因止盈及印花税传闻有所

反弹，叠加较弱经济数据，反弹幅度较小，日终长端下行 4-4.5bp；

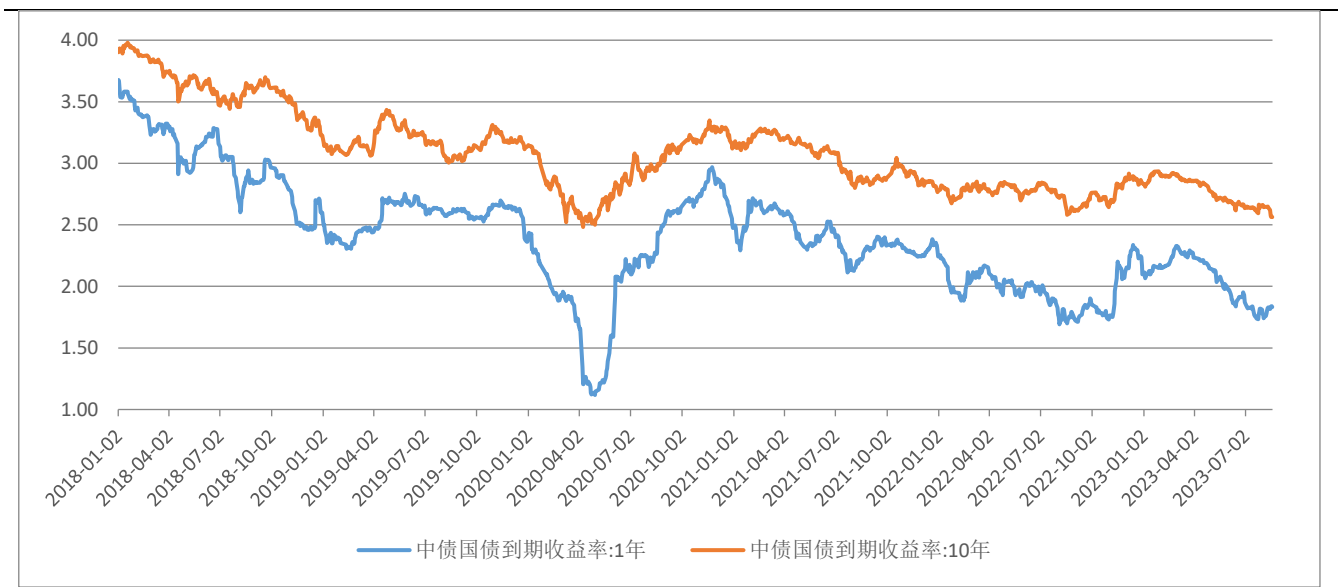
周三，央行开展了 2990 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.8%。当日 20 亿元逆回购到期，因此单日净投放 2970 亿元。今日波动较小，税期扰动资金面，短端表现一般，长端小幅下行 0.25-0.35bp；

周四，央行开展了 1680 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.8%。当日 50 亿元逆回购到期，因此单日净投放 1630 亿元。消息方面较为平静，除地产方面再次传言北京相关政策外无其他消息，税期继续扰动，今日止盈明显，转空，现券小幅上行，长端日终上行 0.3bp；

周五，央行开展了 980 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.8%。Wind 数据显示，当日 20 亿元逆回购到期，因此单日净投放 960 亿元；本周央行公开市场共有 180 亿元逆回购和 4000 亿元 MLF 到期，本周央行公开市场累计进行了 7750 亿元逆回购和 4010 亿元 MLF 操作，因此本周央行公开市场全口径净投放 7580 亿元。T 表现好于现券，现券早间窄幅震荡，下午股市走低，晚间证监会答记者问对权益市场表述完全低于预期，现券进一步下行，长端国开表现好于国债，国开下行 1bp 国债下行 0.5bp。

本周活跃券 10 年期国债活跃券 230012 由 2.6350% 累计下行 7.75bp 至 2.5575%，10 年期国开活跃券 230210 由 2.7375% 累计下行 7.00bp 至 2.6675%。

图 9：10 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：本周发布经济数据，继续低于预期，同时青少年失业率不再公布，MLF 超预期降息续做带动利率债进一步下行，目前市场对相关政策传闻敏感度有所下降，经济复苏预期继续降低，地产方面数据表现一般，目前看利率债反转可能性较小，短期仍旧以底部震荡为主

经济数据：中国 1-7 月固定资产投资同比增 3.4%，预期 3.9%，前值 3.8%。中国 7 月社会消费品零售总额同比增 2.5%，预期 5.3%，前值 3.1%。中国 7 月规模以上工业增加值同比增 3.7%，预期 4.6%，前值 4.4%。中国 7 月规模以上工业增加值同比增 3.7%，预期 4.6%，前值 4.4%。中国 1-7 月房地产开发投资同比下降 8.5%；商品房销售额下降 1.5%，其中住宅销售额增长 0.7%。

受地产及极端天气影响,固定资产投资环比为负;社会消费品零售连续三个月回落,餐饮类支撑,衣帽+5.5%,烟酒+7.2%,粮油食品+5.5%、饮料+3.1%、体育娱乐+2.6%,地产链萎靡,建筑装潢-11.2%,家电-5.5%,同时珠宝-10%,化妆品-4.1%,这两项今年3-6月一直为增长,本月转负。城镇失业率小幅提升,青年失业率暂时不再公布。出行链对经济拉动及其有限,地产7月数据表现较弱,一线城市二手房售价环比下降,新房一线北京上海环比小幅上涨,广深及二三线均下跌。地产政策仍以托底为主,短期内很难对经济形成拉动。

### Q2 央行货币政策执行报告:

经济:继续肯定国内经济向好情况,对全球经济态度转变,“增长放缓”→“延续恢复势头”,通胀“回落速度不及预期”→“高基数下回落”,提出逆全球化风险;提出“地方财政收支平衡压力加大”

货币政策:增加“加大宏观政策调控力度”“综合运用多种货币政策工具”

汇率:增加“必要时对市场顺周期、单边行为进行纠偏,坚决防范汇率超调风险”

利率:删除“保持利率水平合理适度..引导市场利率围绕政策利率波动”

金融风险:增加“统筹协调金融支持地方债务风险化解工作”

地产:删除房住不炒,与政治局会议保持一致“适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”

目前来看,央行已于本周降息,本年度仅降准一次,后续根据资金缺口情况可能会有小幅度降准。经济恢复较弱情形下,货币政策将继续宽松。

整体看,数据继续较弱,经济复苏斜率放缓,从地产政策传闻来看,一线仍有部分的打开的空间,但政策效果仍有待观察。周五证监会答记者问对于权益方面大幅低于预期,印花税方面虽有传闻,但上一次调整是2008年9月19日,双边改为单边,沪指单日上涨9.45%,次日涨7.77%,目前国家财政有一定压力,新股仍旧继续发行,降低印花税可能性较低,短期内股债翘板效应对债市产生利空的影响将有一定减弱。联储方面,上周已经分析,国际环境严峻,联储仍有较大可能加息,本周联储便发出鹰派言论,虽有外部环境制约,本周央行已经超出市场预期对MLF进行降息续做。未来机构止盈需求较高,短期依旧震荡为主。

## 2.3 存单信用债分析:存单融资额、信用债融资额环比回升;信用债收益率整体下行

### 1) 一级市场发行:存单融资额、信用债融资额环比回升

同业存单方面,本周同业存单净融资规模为344.00亿元,发行总额达4,435.70亿元,平均发行利率为2.2016%,到期量为4,091.70亿元。同业存单融资额环比回升。

1M期存单平均发行利率较上周上行0.77bp报1.7975%,3M期存单平均发行利率较上周下行2.72bp报2.0111%,6M期存单平均发行利率较上周下行115.85bp报2.1742%,9M存单平均发行利率较上周下行0.97bp报2.2694%。

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3,114.90亿元,环比增加717.23亿元,偿还量约2,990.33亿元,净融资额约124.57亿元,环比增加177.94亿元。

## 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3.12p~5.12bp，3年期各评级信用债收益率下行4.99bp~8.67bp，5年期各评级信用债收益率下行3.90BP~5.28bp。

表 3: 信用债各期限收益率水平

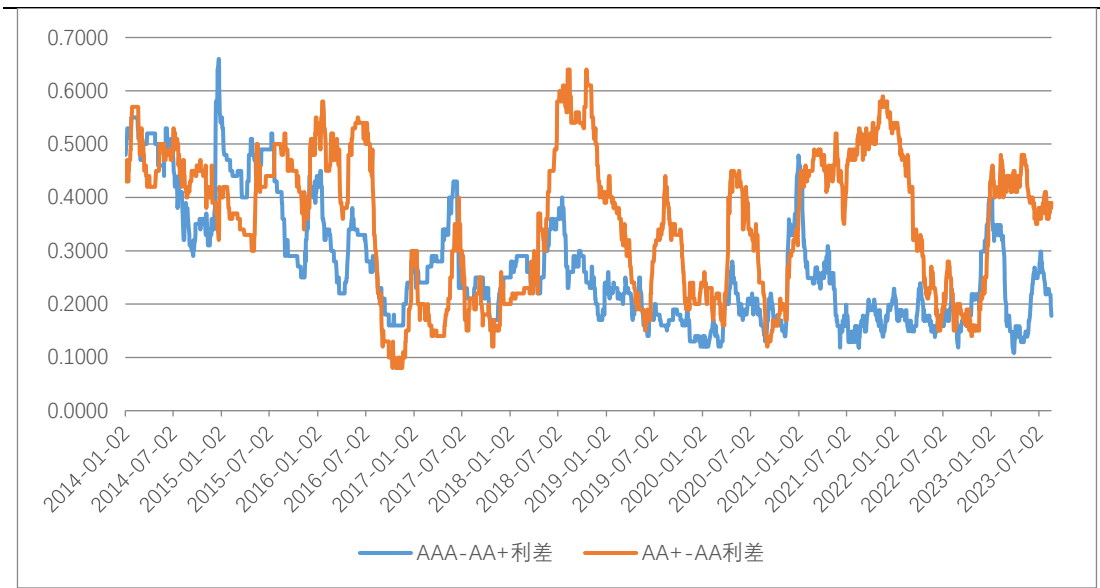
| 信用债种类        | 当前利率 (%) | 2013 年以来分位数 (%) | 较上周变动 (BP) |
|--------------|----------|-----------------|------------|
| 信用债(AAA):1 年 | 2.2911   | 4.60%           | -3.12      |
| 信用债(AAA):3 年 | 2.6498   | 3.50%           | -4.66      |
| 信用债(AAA):5 年 | 2.9352   | 1.10%           | -4.59      |
| 信用债(AA+):1 年 | 2.3941   | 4.60%           | -3.12      |
| 信用债(AA+):3 年 | 2.8279   | 3.60%           | -8.67      |
| 信用债(AA+):5 年 | 3.2483   | 2.80%           | -3.60      |
| 信用债(AA):1 年  | 2.4391   | 3.50%           | -5.12      |
| 信用债(AA):3 年  | 3.2179   | 4.80%           | -6.67      |
| 信用债(AA):5 年  | 3.6583   | 3.00%           | -5.28      |

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 利差分别缩小 1.54bp、缩小 5.55bp、缩小 1.55bp，5Y-3Y 利差分别扩大 0.07bp、扩大 5.07bp、扩大 1.39bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 18bp，较上周缩小 4bp，AA 与 AA+之间的利差为 39bp，较上周扩大 2bp。

图 10: 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: A 股盈利周期或已开启回升, 当下或为积极布局期

1) 权益市场走势复盘: 本周宏观经济数据不及预期, 人民币汇率走低, 北向资金流出明显, 导致国内主要指数全部下跌

上证指数最终报收 3131.95 点, 下跌 1.80%, 同期深证成指下跌 3.24%, 创业板指下跌 3.11%。分行业来看, 30 个中信一级行业中 26 个行业下跌 4 个上涨, 其中纺织服装、国防军工、电力及公用事业、轻工制造分别上涨 0.90%、0.83%、0.51%、0.07%。

北上资金 8 月 14 日-8 月 18 日共 5 个交易日净卖出金额为 291.2 亿元, 创今年以来北向资金单周净流出的新高。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 1.80%, 3.24%, 2.58%, 3.68%, 3.11%, 2.29%, 2.97%。行业风格上, 本周稳定风格表现较强, 下跌 0.54%; 成长风格表现较弱, 下跌 3.34%。市场情绪方面, 本周市场活跃度有所下降, 日均成交额为 7281.37 亿元, 较上周下降了 493.64 亿元。估值方面, A 股整体市盈率为 17.10 倍, 较上周下降 1.79%。

本周市场表现疲软原因主要为: 1) CPI、社融及规模以上增加值等宏观经济数据不及预期; 2) 人民币汇率持续走低导致外资净流出加大; 3) 上市公司中报集中披露, 其中传媒、电子等行业部分公司中报业绩不及预期对板块产生负反馈。

2) 权益市场展望:

年初至今市场走势较为波动, Wind 中特估及 Wind TMT 两大主题指数表现均优于上证指数, 其中代表红利策略的中特估指数表现优于成长风格的 TMT 指数。这或反映出经济弱复苏背景下, 市场在寻求突破点的过程中心理上向确定性更强的方向贴近。8 月 18 日证监会表示将通过引导头部公募基金公司增加权益类基金发行比



例，进一步扩大融资融券标的范围，加强跨部委协同等方式形成活跃资本市场合力。政策呵护下市场信心有望得到支撑，市场走势波动性或降低。

PPI 拐点与 A 股盈利周期拐点的相关性或较强，当前 PPI 拐点或已出现，A 股盈利或处于改善区间。我们通过同花顺全 A（除金融、石油石化）归母净利润同比观察 A 股盈利，发现 PPI 同比的拐点往往验证 A 股盈利拐点。过去的 7 个周期中，PPI 拐点平均滞后 A 股盈利拐点约 4.43 个月，本轮盈利拐点或已于 2022 年末出现。PPI 数据拐点或已出现，随需求端持续改善，7 月 PPI 同比录得-4.4%，相较 6 月回升 1%。PPI 拐点或验证前期盈利拐点已现。其他经济数据或也可验证工业回暖。7 月份 PMI 录得 49.3%，较上个月上升 0.3%，连续两个月小幅回升，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。此外，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，6 月规模以上工业企业产成品存货同比已达 2005 年以来的 9.77% 历史分位值回升空间或较大，价格指数 PPI 反映生产端的供给和需求，PPI 拐点为新一轮库存周期的到来释放信号，未来库存步入补库区间有望进一步带动盈利端改善。

近期随人民币汇率波动北向资金流出幅度较大，A 股承压。但往后看随国内经济加速修复，海外货币政策转向，人民币汇率有望企稳带动北向资金回流，市场回升。截至 8 月 18 日，二季度以来美元兑人民币与同花顺沪深全 A 收盘价的相关系数达-0.64，美元兑人民币汇率上升，同花顺沪深全 A 下行。国内方面，8 月 15 日央行超预期调降逆回购利率 10 基点、MLF 利率 15 基点、SLF 利率 10 基点。在国内流动性宽松的背景下，实体经济融资成本下降。8 月 16 日国务院第二次全体会议，总理李强强调要着力扩大国内需求，继续拓展扩消费、促投资政策空间，提振大宗消费。央行超预期释放流动性背景下，市场对于地产调控政策放松的预期加强，带动产业链领涨市场，对于政策提振消费的预期升温，国内经济有望迎来加速修复。8 月 17 日央行发布《2023 年第二季度中国货币政策执行报告》表示，将综合施策、稳定预期，坚决防范汇率超调风险。叠加我国经济运行持续整体好转，人民币汇率有望得到有力支撑。海外方面，当地时间 8 月 16 日美联储公布的 7 月货币政策会议纪要显示美联储官员对是否加息存在一定分歧，但当前美国通胀下行速度高于市场预期，部分经济数据也在释放积极信号。随着美联储加息终点有望抵达及国内政策发力带动经济预期改善，人民币贬值压力有望得到缓解。

A 股盈利周期或已开启回升，当下或为积极布局期。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。

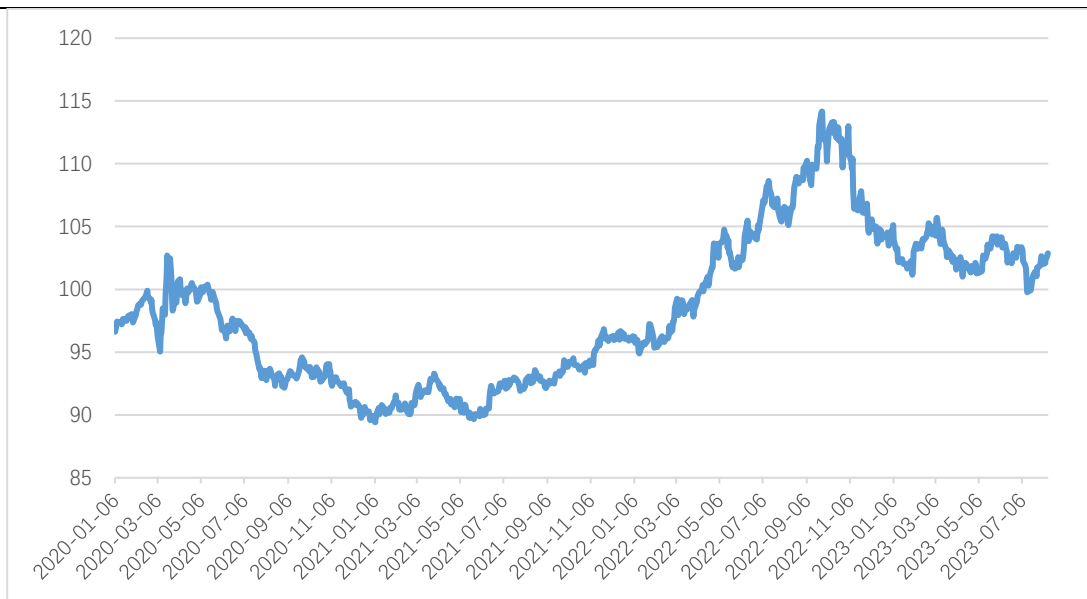
### 3.2 美元指数分析：美国 7 月份 FOMC 会议透露鹰派信息，本周美元指数上行

本周美元指数报 103.4433，较上周上涨 0.2800。本周美国 7 月份 FOMC 会议纪要公布，纪要显示多数美联储官员认为通胀仍存较大上行风险，需要更多证据才能让人们相信物价压力正在消退；对于美国经济，美联储工作人员不再预计会出现经济衰退，预计失业率将小幅上升。纪要公布当日美元指数有所上行。本周多项美国经济数据公布，数据指向喜忧参半。但同时欧洲经济数据公布，整体显示欧洲通胀预期减弱，经济就业同样呈现弱

势，非美元货币多数走弱，美元指数相应走强。

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 11：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。

中航证券策略团队: 站在总量研究的高度, 以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维, 对实际投资更具指导意义。

### 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