

## 金融市场分析周报:临近跨季央行净投放, 债市窄幅震荡

(2022.06.20-2022.06.24)

### 报告摘要

- 资金面分析:** 临近半年, 央行公开市场操作净投放, 资金价格基本平稳; 后续财政支出有望发力, 对流动性进行补充, 跨年中期间资金面大幅收紧的可能性有限。本周央行公开市场累计进行了1000亿元逆回购操作, 本周央行公开市场共有500亿元逆回购到期, 因此本周央行公开市场净投放500亿元。7d资金开始跨年中, 资金价格基本平稳。临近月底, 政府债融资额仍达近4000亿元, 处于较高水平。但本周五央行逆回购净投放500亿元, 表明了当前央行维持资金面充沛的态度。此外预计下周财政支出将较为集中, 将对资金面进行补充, 跨年中期间资金面大幅收紧的可能性有限。
- 利率债:** 债市近期仍将延续窄幅震荡格局, 后续走势取决于经济修复斜率及资金利率中枢走势。市场进入数据空窗期, 最近一周债市也在消息面平静的背景下呈现窄幅震荡。当前经济复苏基础仍较脆弱, 在经济有明显向好趋势之前, 预计货币政策预计保持宽松状态, 为债市提供一定安全边际, 但政策利率进一步调低的概率较低。从中期看, 货币政策制约因素增多, 中美货币政策周期的错位带来汇率贬值和资金外流压力, 货币政策面临的掣肘增多, 资金利率可能低位回升。预计债券收益率短期维持震荡走势, 中长期警惕资金面收紧所带来的上行风险。
- 可转债:** 权益市场震荡上扬、延续强势, 可转债约五成录得上涨行情。关注新能源汽车、中游制造业板块、定位合理的新券。政策利好下经济企稳回升预期不断强化, A股市场情绪火热、向上动能依旧, 转债继续跟涨而幅度甚微, 估值虽有收敛但仍处于相对高位, 成交量亦有回落, 关注新能源汽车、中游制造业板块、定位合理的新券。
- 权益市场:** A股韧性十足, 资金承接力强。本周沪指连续四周走强, 深强沪弱, 北向资金大幅流入, 上证综指最终报收3349.75点。商贸监管加码, 关注头部服务商成长; ADC药物进入黄金时代, 关注创新药龙头; 特斯拉人形机器人即将推出, 建议关注产业链投资机会;

### 主要数据

上证指数	3409.2103
沪深300	4490.5166
深证成指	12982.6859

### 主要指数走势图



### 作者

符旸 分析师  
SAC执业证书: S0640514070001  
联系电话: 13436882415  
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

### 相关研究报告

美联储承认衰退可能, 国内出行与楼市持续回暖 —2022-06-26

5月装机量环比高增，新能源汽车维持高景气。展望后市，短期内美债收益率大概率会再次见顶回落，成长股依然有一定的配置价值。板块方面，在国内疫情持续改善的背景下，可重点关注疫情反转后的消费和制造业板块投资机会。建议配置受益于复工复产、使用场景增长而景气预期改善的行业，例如上海复工复产有序推进后逐步修复的物流、消费行业；当前稳增长政策的实施效果开始在经济数据中有所体现，围绕稳增长政策布局的基建相关领域具备长期的确定性，其中，新基建领域因具备成长及稳增长双重属性，更具配置价值。

- **黄金：**美联储宣称致力于对抗高通胀，且经济衰退风险不大，金价小幅震荡。本周黄金下跌不到1%，仍运行在1820美元之上，振幅约在1.5%，跌幅和振幅较上周收窄，消息面和情绪面均偏向平静，表明美联储主席在两场听证会上释放的新信息有限，未能激起市场太大涟漪。金价在短期仍有支撑，整体将易涨难跌，主要逻辑是G7对俄罗斯黄金出口实行限制，对黄金供给造成一定扰动；主要央行加息将引发全球经济超预期衰退，黄金的避险需求增加；俄乌军事冲突继续，后续如何演变仍存在不确定性。
- **原油：**主要经济体增速放缓，OPEC+可能继续增产以及美计划暂停征收汽油税，均对油价形成一定压制。国际油价连续下跌，并创下5月中旬以来低点，但跌幅缩小，主因是美国政府考虑暂停征收联邦汽油税，欧美PMI数据表现不佳以及有迹象表明OPEC+或加速增产。原油供需面近期没有出现较大变化，考虑到全球经济可能放缓，供给端保持稳定并可能增加，整体看油价向下的概率偏大。
- **黑色产业链：**下游行业需求无改善迹象，钢铁厂利润继续承压导致产量下降，黑色系商品价格继续大跌。经济下行背景下，地产等下游行业数据没有明显改观，对螺纹钢需求不足，叠加前面价格反弹积累的部分获利盘出逃，螺纹钢价格继续大跌。政策上仍坚持“房住不炒”，房企融资需求反转难度大，终端需求回升将有限，螺纹钢价格仍将承压。而下游需求不足传导至焦炭焦煤等上游原材料，其跌幅大于螺纹钢。市场最新消息显示政府将努力实现全年增长目标，后续政策应加强，或将带动双焦价格短期反弹。
- **人民币兑美元汇率分析：**欧洲等主要经济体央行持续释放鹰派言论，市场预期较上周缓和下，本周美元指数下行。本周随市场情绪缓和，美元指数在前期冲高后持续回落。此外在全球范围内通胀上行

的背景下，本周欧洲及英国央行均就通胀以及未来的货币政策进行表态，市场对于其他经济体加速收紧货币政策的预期有所强化，也对美元指数造成冲击。本周美联储主席鲍威尔于美国国会举行的听证会上表达了美联储抗击通胀的决心。受此影响，本周美元指数一度反弹。

随美元指数下行，本周人民币兑美元汇率有所上涨。

风险提示：货币政策超预期收紧 信用风险集中爆发



AVIC



## 正文目录

一、 本周重点经济数据分析 .....	6
1.1 每周要闻 .....	6
二、 固定收益市场分析 .....	6
2.1 资金面分析：临近半年，央行公开市场操作净投放，资金价格基本 平稳；后续财政支出有望发力，对流动性进行补充，跨年中期间资金面 大幅收紧的可能性有限 .....	6
2.2 利率债走势分析：债市近期仍将延续窄幅震荡格局，后续走势取决 于经济修复斜率及资金利率中枢走势 .....	8
2.3 存单信用债分析：存单净融资额由正转负，信用债净融资额环比增 长，各期限及各评级信用债收益率全面下行、信用利差全面压缩 .....	9
2.4 可转债分析：权益市场震荡上扬、延续强势，可转债约五成录得上 涨行情，关注新能源汽车、中游制造业板块、定位合理的新券 .....	11
三、 主要资产价格分析 .....	12
3.1 权益市场分析：大 A 韧性十足，资金承接力强。 .....	12
3.2 黄金市场分析：美联储宣称致力于对抗高通胀，且经济衰退风险不 大，金价小幅震荡 .....	14
3.3 原油市场分析：主要经济体增速放缓，OPEC+可能继续增产以及美 计划暂停征收汽油税，均对油价形成一定压制 .....	15
3.4 黑色产业链分析：下游行业需求无改善迹象，钢铁厂利润继续承压 导致产量下降，黑色系商品价格继续大跌 .....	17



3.5 人民币兑美元汇率分析：欧洲主要经济体央行持续释放鹰派言论，  
市场预期较上周缓和下，本周美元指数下行..... 17



## 一、 本周重点经济数据分析

### 1.1 每周要闻

#### 1、央行副行长陈雨露：坚持管住货币总闸门，不搞大水漫灌

在“中国这十年”系列主题新闻发布会上，中国人民银行副行长陈雨露表示，这十年，我们稳健实施以我为主的货币政策，综合研判复杂多变的国内外经济金融形势，发挥好货币政策总量调节和结构调节的双重功能，前瞻性地加强跨周期的调节，有效应对世纪疫情等内外部的冲击。在这个过程中，有力地促进稳增长、稳物价、稳就业和国际收支平衡。我们坚持管住货币总闸门，不搞大水漫灌，守护好老百姓的钱袋子。结构性货币政策工具也具有基础货币投放功能，有助于保持银行体系流动性合理充裕，支持信贷平稳增长。结构性货币政策工具利率水平同市场利率水平之间相差通常不会很大，所以不会对市场化利率体系造成太大影响。

#### 2、深交所：支持地方政府专项债券加快发行，支持优质房地产企业盘活存量资产

深交所发布关于进一步支持企业发展服务实体经济的通知称，支持地方政府专项债券加快发行。支持航空业企业发行公司债券，支持仓储物流、交通运输、能源及信息网络等基础设施行业企业发行资产证券化产品；支持保障性租赁住房、能源、水利等行业企业发行基础设施公募 REITs。支持上市 REITs 通过扩募、购买资产等方式做优做强；允许优质房地产企业进一步拓宽债券募集资金用途，鼓励优质房地产企业发行公司债券兼并收购出险房地产企业项目，促进房地产行业平稳健康发展。

#### 3、北京鸿坤伟业房地产开发：“18 鸿坤 01”等多只债券因触发提前到期导致违约

北京鸿坤伟业房地产开发有限公司公告称，因公司合并报表范围内的境外债违约导致境内“18 鸿坤 01”、“18 鸿坤 03”和“19 鸿坤 01”债券触发募集说明书约定的交叉违约条款。“18 鸿坤 01”、“18 鸿坤 03”和“19 鸿坤 01”于 6 月 20 日触发立即到期，截至 6 月 20 日，发行人未立即清偿境外美元债本息和“18 鸿坤 01”、“18 鸿坤 03”和“19 鸿坤 01”债券本息。

## 二、 固定收益市场分析

### 2.1 资金面分析：临近半年，央行公开市场操作净投放，资金价格基本平稳；后续财政支出有望发力，对流动性进行补充，跨年中期间资金面大幅收紧的可能性有限

#### 1) 央行的公开市场操作：临近半年，央行公开市场操作净投放

本周央行公开市场累计进行了 1000 亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有 500 亿元逆回购到期，因此本周央行公开市场净投放 500 亿元。下周央行公开市场将有 1000 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 100 亿元、100 亿元、100 亿元、100 亿元、600 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	-100	-100	-100	-100	-100
7 天	100	100	100	100	600
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	0	0	0	0	500

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: 7d 资金开始跨年中, 资金价格基本平稳。**随年中临近, 本周前四天央行维持每日 100 亿元逆回购操作, 资金利率中枢呈现走高趋势, 但随本周五央行公开市场增量净投放 500 亿元, 资金价格整体回落, 7d 资金由于本周五开始跨半年, 价格有所上行。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.4925%, R007 加权平均升至 2.2478%; 交易所回购利率 GC001 加权平均升至 1.8860%, GC007 加权平均升至 2.4620%。

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	1.4776	1.5021	1.5029	1.5002	1.4925
	R007	1.7221	1.7662	1.7578	1.7263	2.2478
	R014	2.1323	2.1732	2.1913	2.2154	2.2055
	R021	2.1123	2.1166	2.2047	2.1031	2.1342
	R1M	2.0761	2.1894	2.1319	2.1765	2.2175
上交所协议回购	206001	3.3530	3.3220	3.2980	3.5490	
	206007	3.9190	3.6340	5.0370	4.5920	4.1130
	206014	4.8420	4.5970	4.2310	4.1570	4.6930
	206021	4.4210	4.7860	5.4260	5.1760	3.6380
	206030	5.5490	5.9320	6.1050	6.0470	6.0070
利率互换定盘: 1Y	FR007	2.1311	2.1409	2.1308	2.1260	2.1468

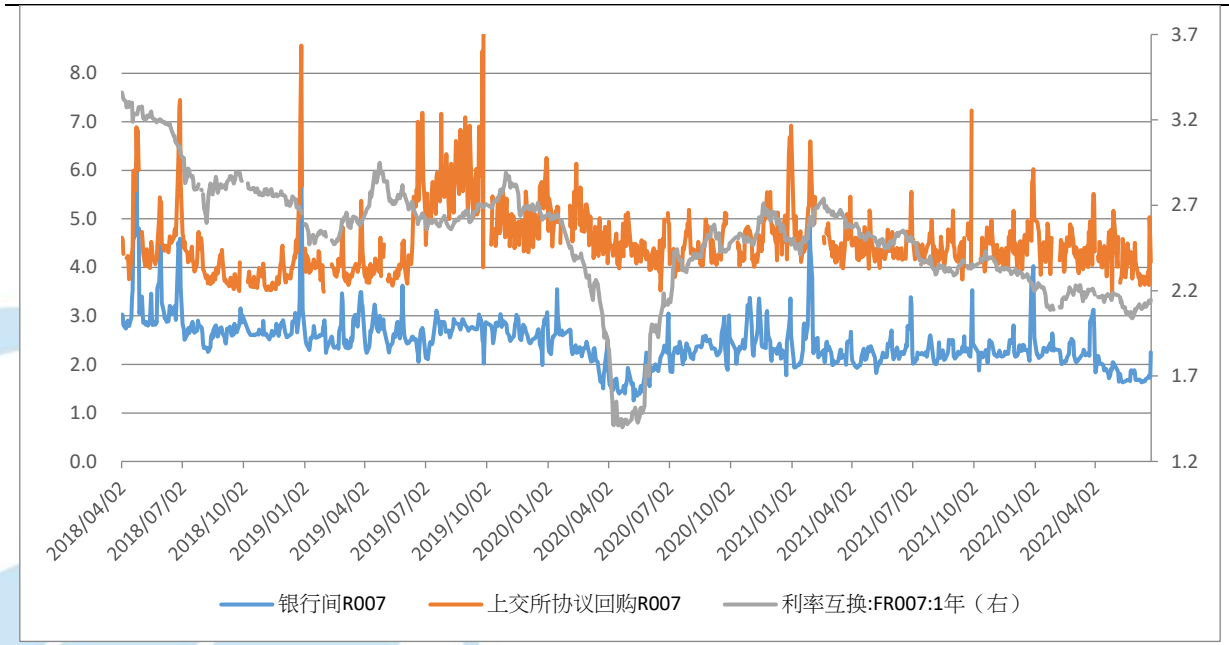
资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

## 2) 资金面的展望: 财政支出有望发力, 对流动性进行补充, 跨年中期间资金面大幅收紧的可能性有限

近期全国财政支持稳住经济大盘工作视频会议在京召开。随北上疫情逐步得到控制, 后续宽信用政策有望持续发力。资金面角度来讲, 宽信用为主要政策方向下资金面快速转向的可能性有限。

国务院扎实稳住经济的一揽子政策措施中提到, 加快今年已下达的 3.45 万亿元专项债券发行使用进度, 在 6 月底前基本发行完毕, 临近月底, 政府债融资额仍达近 4000 亿元, 处于较高水平。本周五央行逆回购净投放 500 亿元, 表明了当前央行维持资金面充沛的态度。此外预计下周财政支出将较为集中, 随稳增长政策不断发力, 地方债融资加速后, 预计 6 月份财政支出将超出历史同期水平, 对资金面进行补充。整体来看, 虽然下周跨年中, 但在央行支持态度以及财政支出发力下资金面大幅收紧的可能性有限。

图 1：本周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

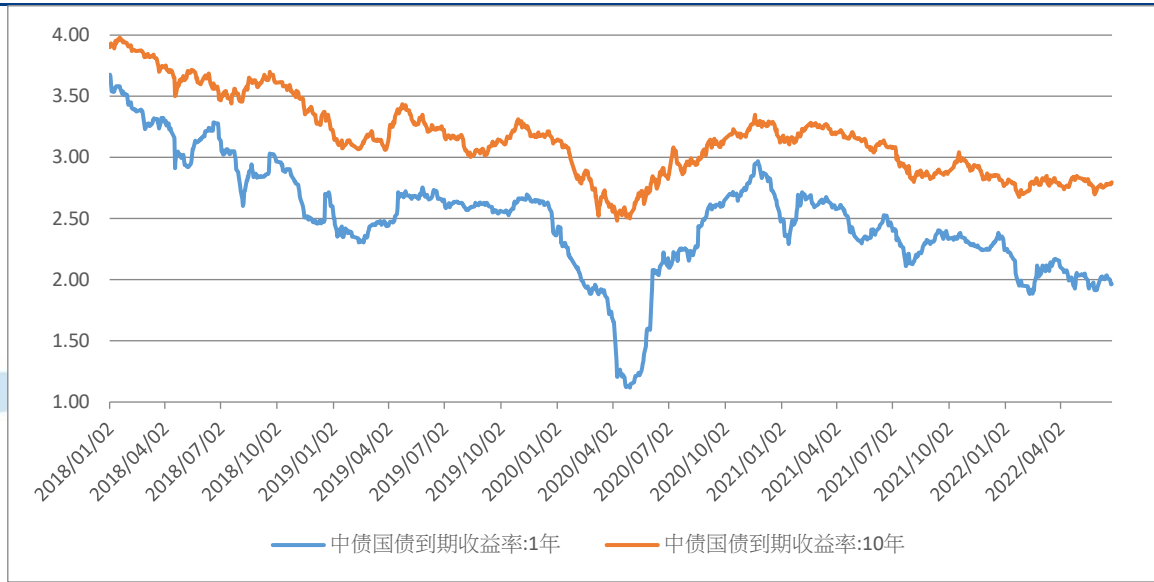
## 2.2 利率债走势分析：债市近期仍将延续窄幅震荡格局，后续走势取决于经济修复斜率及资金利率中枢走势

### 1) 利率债走势复盘：资金面维持宽松，长债收益率窄幅波动

本周，临近年中跨季，资金面维持宽松，长债收益率窄幅波动。周一，央行开展 100 亿 7 天逆回购，当日有 100 亿逆回购到期，零投放，当日资金面略有收敛，隔夜资金收盘价价格比较高，7 天加权价格也有所上行，债市偏谨慎，长债收益率小幅上行；周二，央行开展 100 亿 7 天逆回购，当日有 100 亿逆回购到期，零投放，资金面继续收敛，10Y 国开活跃券 220210 低开高走，全日波动在 0.5BP 之内，资金面依旧维持收敛局势，然而市场情绪并不弱；周三，央行开展 100 亿 7 天逆回购，当日有 100 亿逆回购到期，零投放，消息面平静，午后权益市场走弱，债市情绪小幅提振，长债收益率微幅下行；周四，央行开展 100 亿 7 天逆回购，当日有 100 亿逆回购到期，零投放，上午债市情绪较好，下午中国央行副行长陈雨露表示：坚持不搞“大水漫灌”、不超发货币、不透支未来的宏观政策取向。在稳杠杆的同时，中国经济表现继续保持领先，通胀总体可控。这一发言给了市场空头信心，现券上行最多 1BP 的空间，后续尾盘现券情绪有所好转，又下行回调了一些。周五，央行开展 600 亿元 7 天期逆回购操作，当日 100 亿元逆回购到期，因此当日净投放 500 亿元，临近季末，央行终于净投放，此前支撑市场多头情绪的或许就是季末净投放，当天落地后，市场反而走弱，10 年期国开债上行突破 3%。本周，10 年国债活跃券 220010 累计上行 2.5bp 至 2.800%，10 年国开活跃券 220210 累计上行 2.2bp 至 3.0030%。

图 2：本周 10 年期国债收益率上行（%）





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: 经济基本面逐步回升, 美国经济面临滞胀风险, 国内债市窄幅震荡

从经济基本面看, 预计今年的经济底部在 4 月, 随后 5 月开始将是逐渐上台阶的过程。国内经济正走出“U”型底部区域, 进入经济逐渐恢复爬升阶段, 尽管斜率可能较低(地产、消费等主要经济动能恢复仍然偏慢), 但是方向向上确定无疑。5 月经济数据确认了经济复苏的拐点, 但初始阶段的总量复苏不充分、结构复苏不均衡, 5 月北京及上海仍处于全城控制阶段, 经济增长整体依旧偏缓慢, 进入 6 月, 随着北京、上海全面复工复产、多地陆续调整防疫要求, 从高频数据看, 生产方面, 稳步推进, 但需求仍然不及疫情前水平, 呈现投资增长快于施工进度, 需求方面, 报复性需求及政策刺激叠加, 汽车消费和地产成交反弹, 6 月以来, 乘用车零售量大幅反弹, 一线城市地产成交回暖等, 预计经济复苏的斜率进一步提升。

随着美联储连续大幅加息, 美国正同时承受“高利率”和“高通胀”, 经济可能进入滞胀阶段。美股跌幅超过 20%、美债利率从此前 3.5%高位下行至 3.1%, 显示出市场对于美国经济走弱的担忧。美国 2 季度面临高油价、货币紧缩、中国供应链问题、海外需求走弱等诸多不利因素, 近期公布的数据显示, 美国经济的关键领域出现急剧下滑。消费领域, 5 月零售环比下跌 0.3%, 消费者在高油价下普遍减少了零售支出。房地产领域, 4 月住宅销售同比降至-27%, 销售连续几个月下降, 加息对住房需求构成实质性压力; 5 月新屋开工从年化 181 万套大幅回落至 155 万套, 6 月美国住宅建筑商信心指数降至 2020 年疫情之后的最低水平。制造业领域, 6 月费城联储制造业指数转负。

债市近期仍将延续窄幅震荡格局, 后续走势取决于经济修复斜率及资金利率中枢走势。市场进入数据空窗期, 最近一周债市也在消息面平静的背景下呈现窄幅震荡。当前经济复苏基础仍较脆弱, 在经济有明显向好趋势之前, 预计货币政策预计保持宽松状态, 为债市提供一定安全边际, 但政策利率进一步调低的概率较低。从中期看, 货币政策制约因素增多, 中美货币政策周期的错位带来汇率贬值和资金外流压力, 货币政策面临的掣肘增多, 资金利率可能低位回升。预计债券收益率短期维持震荡走势, 中长期警惕资金面收紧所带来的上行风险。

## 2.3 存单信用债分析: 存单净融资额由正转负, 信用债净融资额环比增长, 各期限及各评级信用债收益率全面下行、信用利差全面压缩

### 1) 一级市场发行: 存单净融资额由正转负, 信用债净融资额环比增长

同业存单方面，本周同业存单发行量约 4,165.70 亿元，环比下降 44.34%，偿还量约 5,367.30 亿元，环比增长 43.28%，净融资额由正转负，为-1,201.60 亿元。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 1.83bp 报 1.8311%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 2.23bp 报 1.9205%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 1.79bp 报 2.1039%，9M 存单平均发行利率较上周下行 5.47bp 报 2.2548%。

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约 2,441.96 亿元，环比下降 12.98%，偿还量约 2,020.23 亿元，环比下降 15.64%，净融资额为 421.73 亿元，环比增长 2.49%。

## 2) 二级市场走势及信用利差：各期限及各评级信用债收益率全面下行、信用利差全面压缩

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率全面下行，1 年期各评级信用债收益率下行 4.26bp，3 年期各评级信用债收益率下行 0.06~1.06bp，5 年期各评级信用债收益率下行 0.60~2.61bp。

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	2.433	2.80%	-4.26
信用债(AAA):3 年	2.924	5.00%	-1.06
信用债(AAA):5 年	3.292	8.70%	-0.60
信用债(AA+):1 年	2.540	2.60%	-4.26
信用债(AA+):3 年	3.103	4.70%	-1.06
信用债(AA+):5 年	3.471	5.30%	-2.61
信用债(AA):1 年	2.600	2.40%	-4.26
信用债(AA):3 年	3.263	3.30%	-0.06
信用债(AA):5 年	3.961	6.90%	-0.61

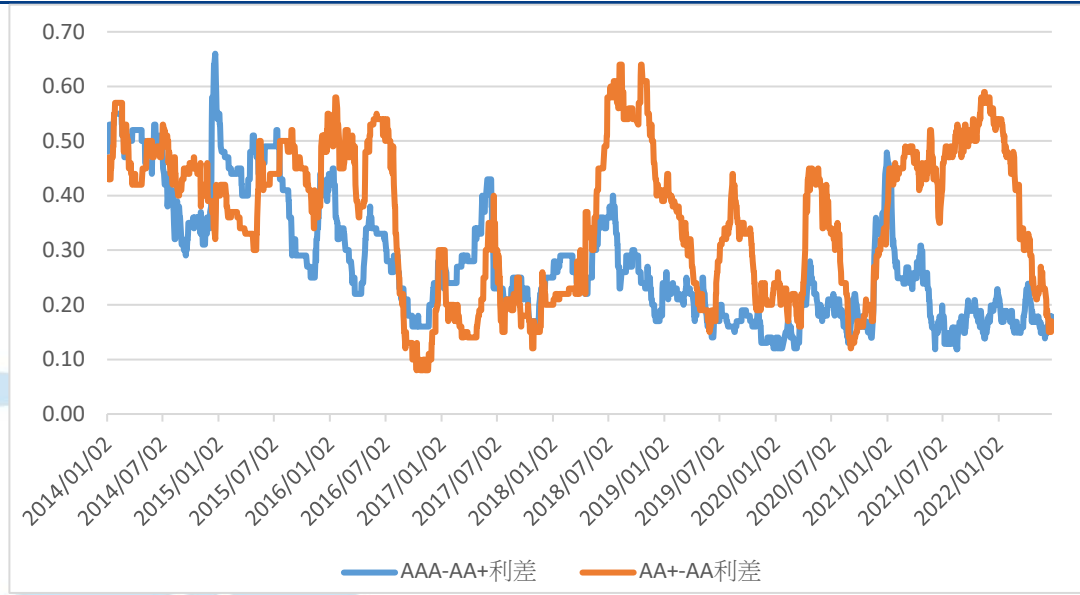
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

信用利差方面，以同期限中短票收益率-国开债收益率测算信用利差，国开债收益率短端下行幅度不及信用债、中长端上行，1 年期各评级信用利差收窄 2.79bp，3 年期各评级信用利差收窄 1.14~2.14bp，5 年期各评级信用利差收窄 2.37~4.38bp。

期限利差方面，高评级信用债短端下行幅度最大、中端次之、长端最小，AAA 级 3Y-1Y、5Y-3Y 利差分别走阔 3.20bp、0.46bp，中低评级信用债下行幅度短端>长端>中端，AA+、AA 级 3Y-1Y 利差分别走阔 3.20bp、4.20bp，5Y-3Y 利差分别收窄 1.55bp、0.55bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差与上周持平，仍为 18bp，AA 与 AA+之间的利差走阔 1bp 至 16bp。

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

## 2.4 可转债分析：权益市场震荡上扬、延续强势，可转债约五成录得上涨行情，关注新能源汽车、中游制造业板块、定位合理的新券

### 1) 可转债走势复盘：权益市场震荡上扬、延续强势，可转债约五成录得上涨行情

本周权益市场震荡上扬、延续强势，上证指数本周收于 3349.75 上涨 0.99%，深证成指本周上涨 2.88%，创业板指本周上涨 6.29%，中小 100 本周上涨 1.74%。本周上证转债上涨 0.11% 至 358.41，深证转债上涨 0.50% 至 309.62，中证转债上涨 0.25% 至 414.41，其中约五成转债录得上涨行情，道恩转债、通光转债、溢利转债、鹏辉转债、火炬转债等领涨，东时转债、泰林转债、盘龙转债、同和转债、蓝盾转债等领跌。一级方面，本周华锐转债、海优转债、富春转债、天业转债、瑞鹤转债、通裕转债 6 只转债发行，中辰转债 1 只转债上市。

从近七年转债市场转股溢价率和隐含波动率走势来看，本周转股溢价率、隐含波动率分别震荡下行 4.37pct、1.12pct，处于 2015 年以来 93%、83% 历史分位数水平。

图 4：近七年转债转股溢价率和隐含波动率趋势图（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

## 2) 可转债展望：关注新能源汽车、中游制造业板块、定位合理的新券

本周深交所发布 16 项措施支持实体经济，政策利好下经济企稳回升预期不断强化，A 股市场情绪火热、向上动能依旧，转债继续跟涨而幅度甚微，估值虽有收敛但仍处于相对高位，成交量亦有回落，或是上周沪深交易所出台转债交易实施细则约束炒作行为、投机情绪明显降温所致。转债配置中可考虑以下方向：1) 国务院常务会议提出确定加大汽车消费支持的政策，活跃二手车市场、支持新能源汽车消费、完善汽车平行进口政策以进一步释放汽车消费潜力，新能源汽车政策与行业景气共振；2) 海外加息遏制通胀、大宗商品价格走弱，中游制造业受益于成本端压力缓解或存在业绩改善预期和反弹空间；3) 新券发行逐渐恢复，叠加交易新规定或更为合理。

## 三、主要资产价格分析

### 3.1 权益市场分析：大 A 韧性十足，资金承接力强。

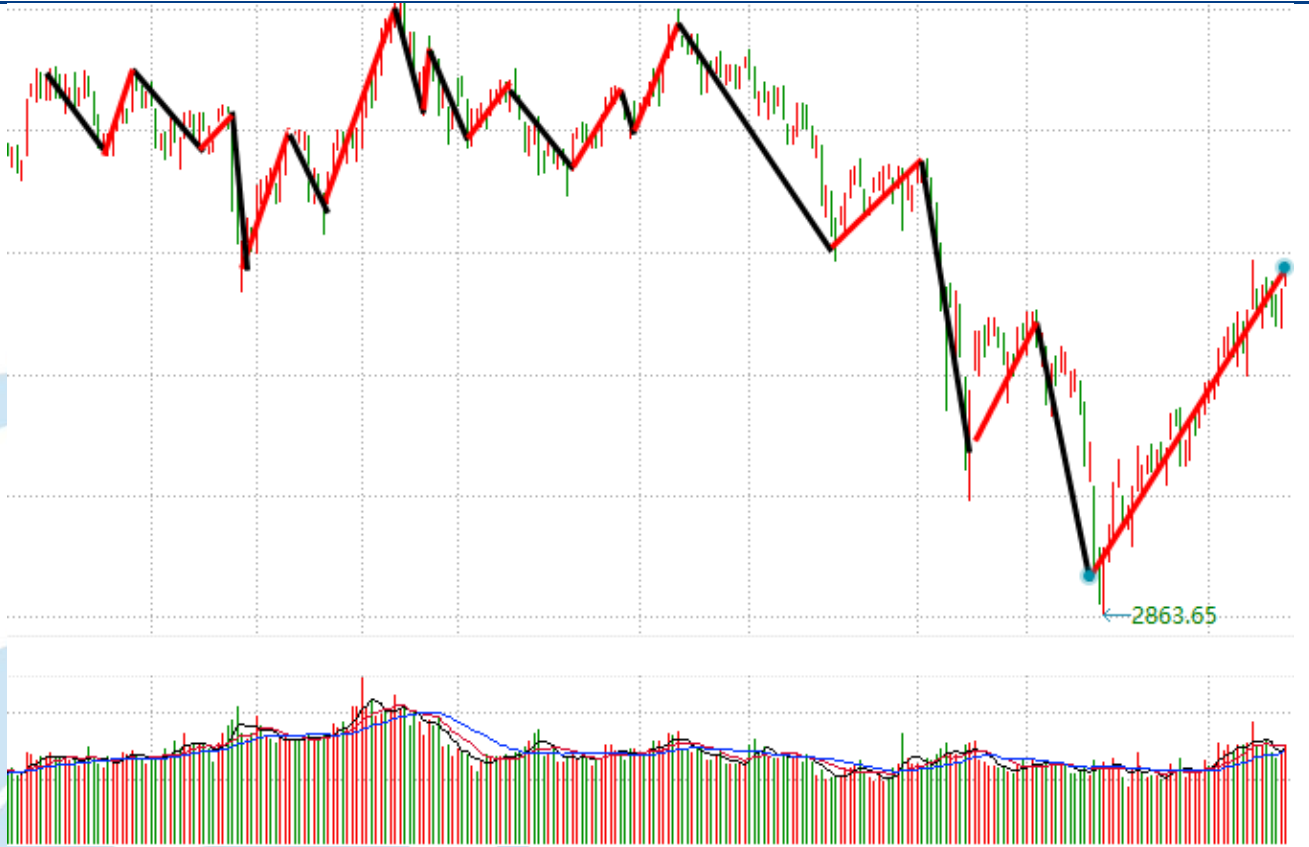
#### 1) 权益市场走势复盘——大中华区逆势上涨，上证周线四连阳。

本周沪指连续四周走强，沪弱深强，北向资金大幅流入。上证综指最终报收 3349.75 点，本周上涨 0.99%。同期深证成指上涨 2.88，创业板上涨 6.29%。量能方面，沪指环比缩量。资金承接盘力度较大，大阴线后的多以阳线反包。盘面方面，市场情绪较旺盛，赛道股为主流趋势。

本周 A 股带 H 股逆势上涨，市场消息面较平稳。市场结构方面，电新、汽车、国防军工成为市场主线大幅拉升带动市场情绪。北上资金持续流入，本周合计流入 40.65 亿元。本周成长强于价值，其中上证 50 上涨 1.31%，沪深 300 上涨 2.00%，中证 500 上涨 0.82%，创业板 50 上涨 7.13%，国证 2000 上涨 2.70%。茅指数上涨 2.00%，宁组合上涨 3.64%。本周创业板强势补涨，动力电池走强。

本周五个交易日，30 个中信一级行业中 24 个行业实现上涨，其中电力设备及新能源、汽车、国防军工分别上涨 7.86%、6.25%、5.54%。6 个行业下跌，其中煤炭、石油石化、有色金属分别下跌 5.79%、4.45%、3.01%。总体来看，“煤飞色舞”行情告一段落，中小板强势补涨。

**图 5：周内回调迅速拉回，沪指或冲 3450 点。**



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周，美股三大指数较上周均上涨，道指本周上涨 5.39%，报 31500.6800 点，纳指本周上涨 7.49%，报 11607.6200 点，标普 500 指数本周上涨 6.45%，报 3911.7400 点。

本周一为美国六月节，美股休市一天。本周美股市场逐步从前期美国通胀超预期以及美联储加速收紧货币政策的影响中恢复。此外虽然在高通胀以及紧缩的货币政策下美国部分经济数据表现不佳，但同时另一些数据仍表现超市场预期，美国经济仍显现出一定的韧性，也对美股形成一定支撑。本周美股行业多数上涨，其中材料、通信设备、金融等板块表现最为出色，能源、医疗板块表现相对不佳。

图 6：美股三大股指走势



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

## 2) 权益市场展望——大 A 韧性十足, 资金承接力强

商贸监管加码, 关注头部服务商成长。6月22日, 国家广播电视总局、文化和旅游部共同联合发布《网络主播行为规范》, 进一步规范网络主播从业行为。其中, 禁止“对社会热点和敏感问题进行炒作或者蓄意制造舆论热点”, 将引导直播内容质量提升。规范明确, 对于需要较高专业水平(如医疗卫生、财经金融、法律、教育)的直播内容, 主播应取得相应执业资质等。疫情封控逐步放松, 618购物节成为释放消费需求、提振消费信心的契机, 抖快等直播电商平台表现亮眼。我们认为直播电商仍然是红利赛道, 头部直播服务商凭借规模和效率扩大优势, 而差异化的好内容、新内容将持续获得平台鼓励。

ADC 药物进入黄金时代, 关注创新药龙头。从“十四五”发展规划到行业规范、知识产权、药物指导原则等, 发展生物经济, 推动生物医药创新的主旋律始终未变, 2022年6月20日发布《单臂临床试验用于支持抗肿瘤药上市申请的适用性技术指导原则》征求意见稿也表明了国家对创新药的支持态度。我们认为, 医药行业研发火热、稳步向前, 当前国内医药诊疗的革新与进步亟需新一代药物的落地。国内 ADC 领域从少数企业 HER2 药物上市到今年陆陆续续将有外资+内资 HER2、Trop2ADC 相继上市, 我们认为对于肿瘤治疗的用药变更将掀起巨浪, 建议关注创新药龙头企业的投资机会。

特斯拉人形机器人即将推出, 建议关注产业链投资机会。特斯拉首席执行官马斯克在推特上称, 特斯拉可能在几个月内推出能够运转的人形机器人原型, TeslaBot 可能是 2022 年最重要的产品研发项目, 甚至可能比汽车业务更重要, 第一版有可能在 2023 年投入生产, 将其用来填补劳动力缺口。从公布的参数看, Optimus 身高 1.72m, 重量 57kg, 负载 20kg, 行走速度 2m/s, 其运用了特斯拉最先进的 AI 技术, 机器人头部被安装用于导航的摄影机, 并基于视觉神经网络神经系统预测能力的自动驾驶技术驱动, 其大脑是算力强大的 DOJOD1 超级计算芯片, Optimus 机器人的推出, 代表着特斯拉在人工智能上迈出了一大步。从产业链角度出发, 我们认为部分核心公司值得重点关注: 1) 传统工业机器人中技术领先的减速机厂商; 2) 工控系统领先品牌; 3) 在机器视觉技术上拥有坚实基础并实现产品应用和融合的相关公司; 4) 国内机器人集成设备厂商。

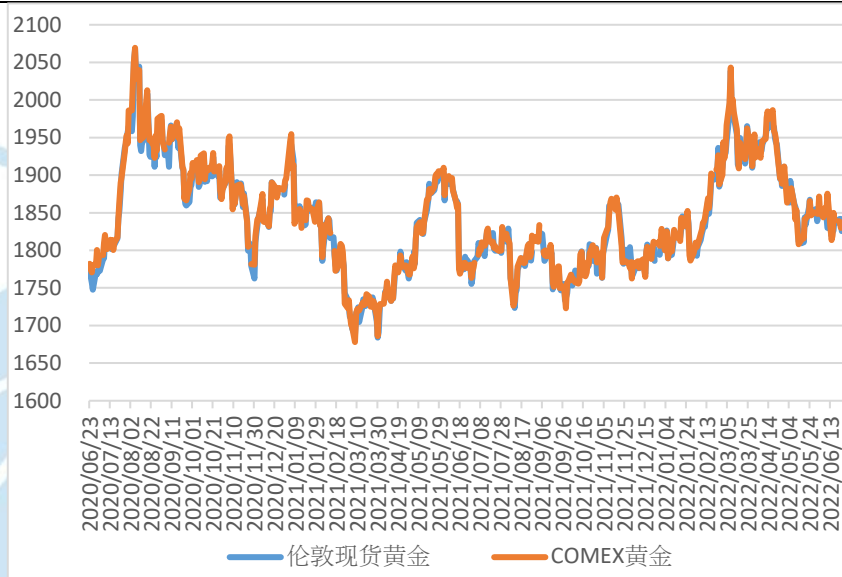
5月装机量环比高增, 新能源汽车维持高景气。5月新能源汽车量产 34.21 万辆, 同环比+85%/+22%, 疫情影响逐渐减退: 根据 GGII 上险口径数据, 5月新能源汽车产量为 34.21 万辆, 同环比+85%/+22%。其中乘用车产量 32.29 万辆, 同环比+82%/+12%, 纯电乘用车产量上升至 24.33 万辆, 同环比+64%/+22%。5月电动车总装机电量为 15.2gwh, 同比增长 82%, 环比增长 23%。1) 5月三元装机电量 6.7GWh, 同比增长 24%, 环比增长 28%, 装机量占比 44%。2) 5月铁锂装机电量为 8.5GWh, 同比增长 188%, 环比增长 20%, 装机量占比 56%。5月电动车总装机电量为 15.2gwh, 同比增长 82%, 环比增长 23%。1) 5月三元装机电量 6.7GWh, 同比增长 24%, 环比增长 28%, 装机量占比 44%。2) 5月铁锂装机电量为 8.5GWh, 同比增长 188%, 环比增长 20%, 装机量占比 56%。综合来看, 供应链反馈海外恢复快, 预计 Q3 销量也有明显恢复, 22 年全球销量上修至 980 万辆, 同增 55%+。建议关注电动车板块超跌反转行情, 看多电池和锂电材料各环节龙头。

展望后市, 短期内美债收益率大概率会再次见顶回落, 成长股依然有一定的配置价值。板块方面, 在国内疫情持续改善的背景下, 可重点关注疫情反转后的消费和制造业板块投资机会。建议配置受益于复工复产、使用场景增长而景气预期改善的行业, 例如上海复工复产有序推进后逐步修复的物流、消费行业; 当前稳增长政策的实施效果开始在经济数据中有所体现, 围绕稳增长政策布局的基建相关领域具备长期的确定性, 其中, 新基建领域因具备成长及稳增长双重属性, 更具配置价值。

## 3.2 黄金市场分析: 美联储宣称致力于对抗高通胀, 且经济衰退风险不大, 金价小幅震荡

周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日下跌 16.45 美元，或-0.89%，收报于 1825.45 美元/盎司，全周累计跌幅 0.87%；美国 COMEX 黄金期货结算价微涨 0.5 美元，或 0.03%，收报于 1830.3 美元/盎司，全周累计跌幅 0.56%。

图 7：本周金价下跌不到 1%（美元/盎司）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周黄金跌幅不到 1%，仍运行在 1820 美元之上，振幅约在 1.5%，跌幅和振幅明显较上周收窄，市场消息面和情绪面均偏向平静，尽管美联储主席本周在国会举行两场听证会，但并未能激起黄金市场太大涟漪，因为与上周宣布加息 75 个基点相比，听证会没有给市场一些新的或超预期的信息。

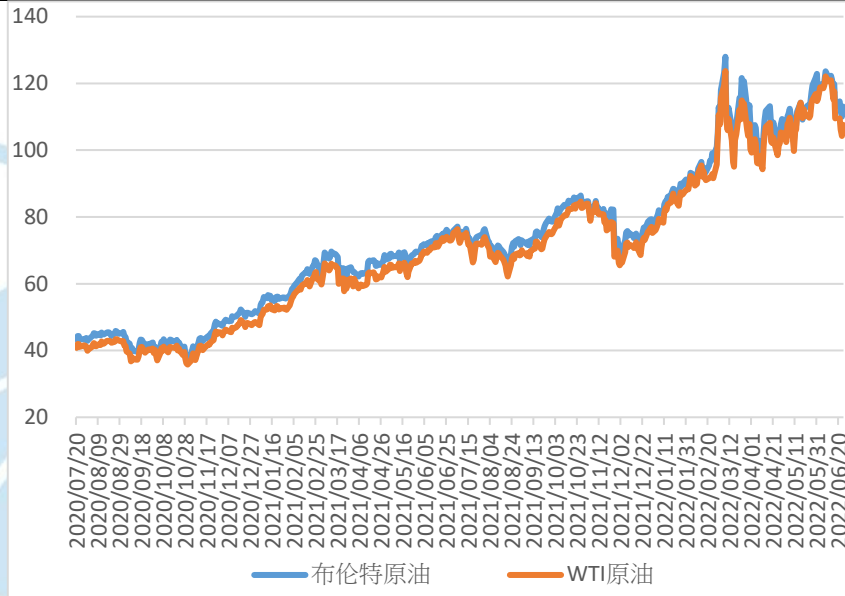
美联储国会听证强调仍致力于遏制高通胀，同时认为经济衰退的可能性不高。美联储主席鲍威尔周三在参议院银行委员会作证时表示，美联储“坚决致力于”控制通胀，并重申在通胀居高不下的情况下，他将坚持美联储激进的加息计划，目标仍然是将通胀率恢复到 2%。他周四在美国众议院金融服务委员会作证时说，尽管美联储对抗通胀的决心是“无条件的”，但在对抗失控的物价上涨时，美联储能做的也只有这么多。在谈到衰退风险时，鲍威尔认为美国经济“非常强劲”，有能力应对收紧的货币政策，经济衰退的可能性“目前还不是特别高”。但本周公布的 PMI 却表现不佳，制造业 PMI 降至 52.4，服务业 PMI 大幅下滑至 51.6，均大幅低于市场预测，实际数据说明经济有衰退风险。

金价短期易涨难跌，但中长期仍趋向下跌。有几个因素可能会影响金价近期走势：一是 6 月 26-28 日在德国慕尼黑召开的 G7 峰会决定对俄罗斯的黄金出口进行禁运，将对全球黄金市场供给造成一定扰动，因为俄罗斯是全球第二大金矿生产国；二是美国经济可能出现的超预期衰退，将加大对具有避险作用的黄金的需求；三是尽管俄乌冲突影响减弱，但军事对抗仍在进行，俄国防部最新宣称已完全控制北顿涅茨克，对黄金等全球大宗商品价格仍有避险需求。基于以上分析，我们认为金价在短期仍有支撑，易涨难跌，1800 美元是一个较强支撑位。

**3.3 原油市场分析：主要经济体增速放缓，OPEC+可能继续增产以及美计划暂停征收汽油税，均对油价形成一定压制**

周五，作为全球基准的布伦特原油期货近月合约结算价较前一交易日大涨 3.07 美元，或 2.79%，收报于每桶 113.12 美元，价格与上周五持平；美国 WTI 原油期货合约结算价大涨 3.35 美元，或 3.21%，收报于每桶 107.62 美元，但全周累计仍下跌 1.77%。两大国际油价连续第二周收阴，但本周跌幅明显缩小。

图 8：尽管周五油价大涨收复大部分跌幅，但全周看油价仍下跌（美元/桶）



国际油价连续下跌，创下 5 月中旬以来低点，但本周跌幅大幅减小，主因是美国政府考虑暂停征收联邦汽油税，欧美 PMI 数据表现不佳以及有迹象表明 OPEC+ 或加速增产。

部分国家本周公布的 PMI 指数显示欧美经济表现不及预期。美国 6 月 Markit 制造业 PMI 初值为 52.4，为 23 个月新低，企业信心指数也处于接近经济衰退的水平，使得经济前景担忧增加。欧洲最大经济体德国 6 月 PMI 数据也低于预期，经济似乎失去了解除疫情限制措施以来的复苏动力，其中制造业新订单下降，服务业也连续第二个月大幅降温。

随着美国通胀飙升至 40 年来的最高水平，美国总统拜登呼吁国会暂停征收为期三个月的联邦汽油税，以帮助降低创纪录的油价，并抨击石油生产商向股东发放了数十亿美元并建立现金储备，而不是提高产量，推升了油价上涨。不过市场认为高昂的汽油价格也会抑制需求，预计消费者将通过削减燃料消耗和支出来应对高涨的油价。

OPEC+ 可能会超预期增产。本周市场有消息称，OPEC+ 很可能在 8 月继续加速增产，作为对美国总统近期访问沙特的回应。此前 OPEC+ 同意从 7 月开始增产 64.8 万桶/日，是原来增幅的 1.5 倍。但由于一些产油国例如利比亚的产能投资不足，加上俄罗斯产量下降，OPEC+ 难以实现增产目标仍有一定难度。

油价短期将处于震荡状态，下跌概率仍偏大，但中长期将趋向下行。供需面没有出现新的大变化，油价整体涨跌幅或将缩小，但油价仍受到一些因素压制，一方面，由于多数央行采取加息策略，将在一定程度上抑制经济增长复苏，而且中国经济数据边际改善程度因接近正常水平而放缓，原油需求将趋于平缓；另一方面，在美国页岩油产生保持稳定的状态下，高油价将促使 OPEC+ 一些国家仍有动力增加产量，供给增加会抑制油价上涨，因此短期油价向下概率整体偏大。但中长期看，未来全球经济增速大概率放缓将影响原油总体需求，叠加越来越多国家制定“碳达峰”“碳中和”目标，未来太阳能、风能等绿色能源将逐渐替代原油等传统能源，原油需求趋

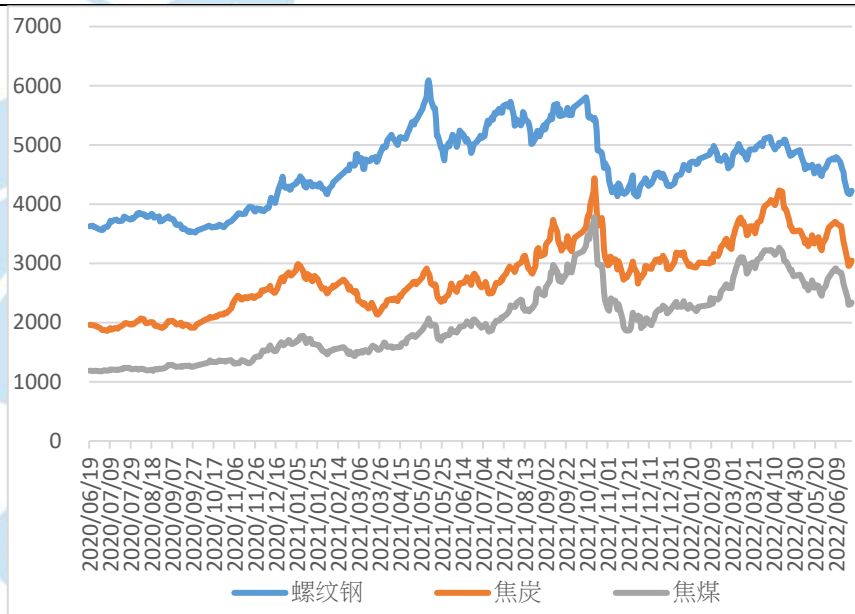


于下降，并带动油价长期下行。

### 3.4 黑色产业链分析：下游行业需求无改善迹象，钢铁厂利润继续承压导致产量下降，黑色系商品价格继续大跌

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周五每吨大跌 187 元，收报于 4226 元/吨，跌幅 4.24%；焦炭价格每吨大跌 253 元，收报于 3047 元/吨，跌幅 7.67%；焦煤价格每吨大跌 257.5 元，收报于 2340 元/吨，跌幅 9.91%。

图 9：本周黑色系商品价格继续大跌（元/吨）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

经济下行背景下，地产等下游行业数据没有明显改观，对螺纹钢需求仍不足，叠加前面价格反弹积累的部分获利盘出逃，螺纹钢价格继续大跌。政策方面，地产融资及购买政策虽有部分放松，30 城地产成交有所回暖，但并没有转为相关同比数据的改善，特别是投资仍然不足。供需方面，一方面，需求不足使得钢厂利润持续恶化，导致钢厂长流程产量大幅下降，短流程产量小幅下降，钢厂检修计划陆续增加，粗钢压产预期较强；另一方面，表需数据有所回升，总库存环比下降。后续看，国家一直坚持“房住不炒”，房企融资需求仍难以反转，终端需求回升将有限，螺纹钢价格仍将承压，须关注现实需求的回归情况。

下游需求不足传导至焦炭焦煤等上游原材料，导致其跌幅大于螺纹钢。由于钢厂亏损范围扩大，高炉检修增多，铁水产量逐步见顶回落，钢厂亦控制原料到货，焦炭焦煤需求边际走弱，这进一步导致部分焦企被动限产，焦炭供应阶段性收紧，而国内煤矿生产整体平稳，蒙煤通关量继续上升，供应宽松度大于焦炭。公开报道称政府仍坚持实现全面预设目标，意味着后续政策需要加强，使得市场情绪有所改善，带动周五焦炭焦煤期价出现反弹，而且从技术上看，焦炭焦煤期价也已跌至支撑位，因此短期对双焦期价可以看涨。

### 3.5 人民币兑美元汇率分析：欧洲主要经济体央行持续释放鹰派言论，市场预期较上周缓和下，本周美元指数下行

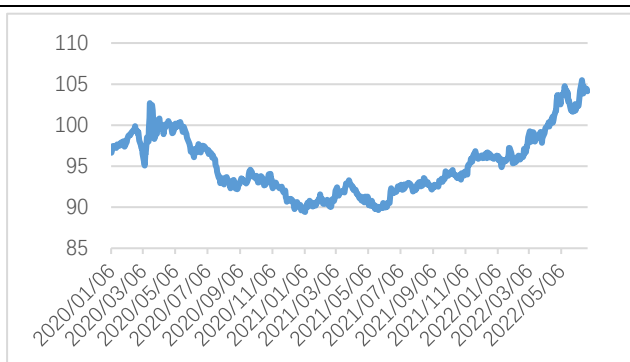
本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.7000，较上周下跌 0.12%。即期汇率报 6.6936，较上周上涨 0.11%，美元指数报 104.1303，本周下跌 0.5379。

本周美元指数波段下行。本月在美国 5 月份通胀超预期，美联储 6 月份 FOMC 会议宣布加息 75BP 的影响之下，美元指数一度冲高，本周随市场情绪缓和，美元指数有所回落。此外在全球范围内通胀上行的背景下，本周欧洲及英国央行均就通胀以及未来的货币政策进行表态，市场对于其他经济体加速收紧货币政策的预期有所强化，也对美元指数造成冲击。本周美联储主席鲍威尔于美国国会举行的听证会表示，美联储见顶致力于降低通胀，同时他还承认美国经济有可能陷入衰退，并称实现软着陆非常具有挑战性。受此影响，本周美元指数一度反弹。随美元指数下行，本周人民币兑美元汇率有所上涨。

近期公布的美国宏观数据显示美国经济下行压力增大，但本次美国通胀数据再次反弹后，美联储已经将控制通胀作为其首要目标，美国宏观经济的变化短期内对于美联储货币政策的影响较小，从中长期来看，美国经济增速下行，货币政策加速收紧下，美国可能加速从滞涨阶段进入衰退阶段，美联储的紧缩周期可能提前结束。

**图 10：人民币兑美元汇率中间价下行**


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

**图 11：美元指数下行**


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，信用风险集中爆发**

### 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, 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:

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、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。

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