

金融市场分析周报:市场风险偏好回落, 债市表现强劲

(2022.07.11-2022.07.15)

报告摘要

- **宏观数据:** 疫情减缓和稳增长政策继续发力下, 6月多数经济指标同比均明显改善, 但下半年增长压力仍较重。疫情冲击下, 中国经济呈现“4月深度下跌、5月降幅收窄、6月企稳回升”的特征, 边际上不断改善, 二季度仍实现正增长。中国经济下半年增长压力较大, 尽管面临疫情反弹、房地产市场恶化、外需下降等风险, 但稳增长政策预期加大, 中国经济将劈荆斩浪, 加速修复至常态水平。
- **金融数据:** 疫情缓解及稳增长政策发力下, 居民和企业贷款需求改善, 政策债发行放量, 信贷和社融表现继续超预期。随着经济基本面延续修复, 居民和企业贷款需求均出现明显改善, 信贷结构出现修复迹象。信贷和政府债券主要支撑社融规模的新增。为配合完成全年经济增长目标, 央行大概率维持较宽松货币政策将维持, 并通过降成本、调结构等措施不断改善融资环境, 因此下半年信贷有望呈现“总量稳定、结构改善”态势, 社融存量增速或持续回升。
- **进出口:** 国内疫情减缓、港口物流缓解及国外需求不弱等有利因素下, 中国出口保持强劲增长。以美元计, 6月出口同比增长17.9%, 增速加快1个百分点; 进口同比增长1%, 增速回落3.1个百分点。中国经济韧性强、潜力足、长期向好的基本面没有变, 国外高通胀使得对物美价廉的中国商品需求只增不减, 出口有望保持较高速增长。
- **资金面分析:** 税期期间央行小幅净投放400亿元, 资金面维持平稳; 下周对于资金面的冲击较少, 预计资金面整体波动有限。本周央行公开市场共有150亿元逆回购和1000亿元MLF到期, 本周央行公开市场累计进行了150亿元逆回购操作、1000亿元MLF操作和400亿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400亿元。

主要数据

上证指数	3228.0609
沪深300	4248.5273
深证成指	12411.0076

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

涉过险滩, 全年经济预计“√”型增长 —2022-07-17
金融市场分析周报: 央行连续30亿元逆回购操作, 债市情绪谨慎 —2022-07-13
总量结构同步改善, 经济进一步复苏可期 —2022-07-13

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

税期资金面维持平稳。央行货币政策司司长邹澜表示目前流动性较合理充裕还略微偏多。虽然月初存在大量逆回购回笼，但本周税期资金面仍维持平稳，说明资金面仍存在加强的抗冲击能力，下周对于资金面的冲击较少，预计资金面整体波动有限。

- **利率债：**经济最差时点已过，货币政策难有增量，长债收益率预计维持窄幅震荡。10 年国债利率再次向下突破 2.8% 关口，长端利率经历阶段性调整之后，基本趋于平静，R001 每日成交量再度恢复至 5.5 万亿以上，反映出市场似乎逐步消化了央行投放量降低至 30 亿的这一“切换”，市场已经不过分担心资金面收紧。后续社融上行斜率有限，长端利率很难出现趋势性的向上机会，即使市即使有调整，幅度也相对有限。预计 10 年国债利率仍然是窄幅区间波动的格局。
- **可转债：**权益市场震荡走低、三大指数均呈下跌，可转债近八成录得下跌行情，关注储能产业链、新能源汽车、中游制造业。本周国内局部疫情反复、地产断供风波发酵扰动经济复苏进程，海外加息预期再起、市场避险情绪升温，权益市场震荡下跌、转债同步走弱，中报数据验证期 A 股或继续调整，关注储能产业链、新能源汽车、中游制造业。
- **权益市场：**主板破位下杀，权重股领跌。本周沪指大幅下跌，沪弱深强，北向资金流出 220.40 亿，上证综指最终报收 3228.06 点。6 社融增速高于预期，可选消费复苏弹性强；6 月电车销量超预期，产业链维持高景气；7 月游戏版号正常发放，游戏行业困境反转；6 月挖机销量同比降幅收窄，Q3 有望迎来增速转正拐点。展望后市，近期在点状疫情及强制断供事件的扰动下，市场情绪受到压制。但政策呵护下，经济数据的好转有望支撑 A 股持续反弹。投资方面，推荐消费及中报预期盈利较为确定的板块。往后看，首先，疫情平复之后，居民消费场景将进一步修复。可选消费、旅游与餐饮板块有望迎来回升。其次，在全球寻求传统石化能源代替的背景下，风电、光伏、新能源等科技制造类行业长期增长空间加大。
- **黄金：**美国新通胀数据强化加息预期，美元指数创新高，黄金价格继续承压下跌。本周现货和期货黄金价格下跌约 2%，为连续第五周下

跌，主因是美国 6 月通胀数据创下逾 40 年新高，导致市场对美联储加息提速的预期增加，美元大幅升值也打压了金价。短期金价跌破 1700 美元的概率较大，但短期连续下跌的可能性仍不高，随着美元升值压力增加，相对低价的黄金的配置价值将凸显，金价短期或将出现反弹。

- **原油：两大国际原油价格在增长担忧和美元升值下继续大跌。**本周美油价格震荡下行，为连续第二周大跌，且跌幅超过上周，主因是美国 6 月 CPI 数据意外走强，美联储大幅加息预期升温，同时市场供需状况没有发生明显变化。全球主要经济体增速可能下滑，使得短期油价易跌难涨，但另一方面，原油市场仍紧张，需求大于供给，且拜登中东行并未说服沙特等主要产油国加大产量，油价连续下跌后也有反弹需求。
- **黑色产业链：基本面及国际大宗商品大幅回落下，黑色系商品价格再次出现暴跌。**经济数据尽管边际改善但整体仍不太乐观，房地产相关数据同比仍下降，表明下游疲软的需求反转需要一定时间，螺纹钢价格再次加速下跌。钢厂利润大减或出现新的亏损导致其被动减产，对焦炭焦煤需求不足，叠加国际大宗商品价格回落导致交投情绪不高，双焦价格出现暴跌。无论从基本面还是技术上，黑色系商品价格已跌破趋势，形成空头向下，短期继续下跌的可能性较高。
- **人民币兑美元汇率分析：美国通胀持续走高，美联储官员强化加息 75BP 预期，人民币兑美元贬值。**本周美元指数上行较为明显。本周公布的美国 CPI 及 PPI 数据均超预期。数据公布后美元指数大幅走高，市场预期美联储 7 月份加息 75BP 以上的概率为 100%，并且部分分析人士认为美联储本次会议可能加息 100BP。但随后本周发言的官员多数称支持 7 月份加息 75BP，甚至美联储鹰派上限布拉德也称目前不支持加息 100BP，美联储官员发言一定程度上减缓了美元指数的上行趋势。受美元指数走高影响，本周人民币兑美元汇率贬值。

风险提示：货币政策超预期收紧 信用风险集中爆发

正文目录

一、 本周重点经济数据分析	6
1.1 疫情减缓和稳增长政策继续发力下，6月多数经济指标同比均明显改善，但下半年增长压力仍较重	6
1.2 疫情缓解及稳增长政策发力下，居民和企业贷款需求改善，政策债发行放量，信贷和社融表现继续超出市场预期	10
1.3 国内疫情减缓、港口物流缓解及国外需求不弱等有利因素下，中国出口保持强劲增长，进口因内需疲软则不及预期	13
1.4 每周要闻	15
二、 固定收益市场分析	15
2.1 资金面分析：税期期间央行小幅净投放 400 亿元，资金面维持平稳；下周对于资金面的冲击较少，预计资金面整体波动有限	15
2.2 利率债走势分析：疫情扰动、风险事件降低市场风险偏好，债市预计维持震荡	17
2.3 存单信用债分析：存单发行量环比增长、净融资额延续负数，信用债净融资额由正转负，各期限及各评级信用债收益率全面下行，信用利差涨跌互现	19
2.4 可转债分析：权益市场震荡走低、三大指数均呈下跌，可转债近八成录得下跌行情，关注储能产业链、新能源汽车、中游制造业	20
三、 主要资产价格分析	21
3.1 权益市场分析：A 股普遍下跌，电新行业行情独立	21



3.2 黄金市场分析：美国新通胀数据强化加息预期，美元指数创新高，
黄金价格继续承压下跌..... 23

3.3 原油市场分析：两大国际原油价格在增长担忧和美元升值下继续大
跌..... 24

3.4 黑色产业链分析：基本面及国际大宗商品大幅回落下，黑色系商品
价格再次出现暴跌..... 25

3.5 人民币兑美元汇率分析：美国通胀持续走高，美联储官员强化加息
75BP 预期，人民币兑美元贬值 26



一、 本周重点经济数据分析

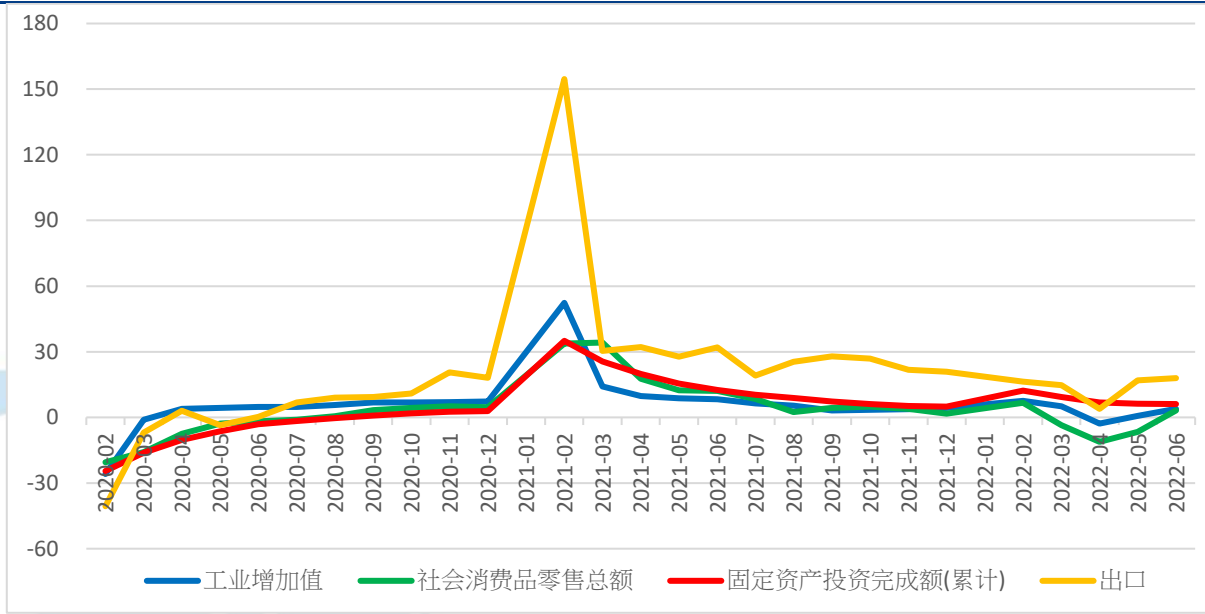
1.1 疫情减缓和稳增长政策继续发力下，6月多数经济指标同比均明显改善，但下半年增长压力仍较重

中国经济在二季度再次遭受新冠疫情的严重冲击，但随着疫情得到控制和稳增长政策继续发挥效力，经济出现触底反弹，二季度仍实现正增长。国家统计局7月15日公布的宏观经济数据显示，二季度国内生产总值（GDP）同比增长0.4%，较一季度大幅回落4.4个百分点，为2020年二季度以来最低，低于市场预期，环比也由正转负、下降2.6%。二季度经济增速低于市场预期的最主要因素是疫情在上海、北京等大城市的快速传播及严格封控对经济造成的严重冲击，经济从而呈现出“4月深度下跌、5月降幅收窄、6月企稳回升”的特征。边际看，经济修复速度有所加快，6月规模以上工业增加值同比增速较5月回升3.2个百分点至3.9%；消费同比增长3.1%，大幅回升9.8个百分点，为3月以来首次转正；1-6月固定资产投资累计同比小幅回落0.1个百分点至6.1%，回落斜率明显减小。此前海关总署公布的出口同比增长17.9%，也较5月加快1个百分点。因此除工业增加值增速基本符合市场预期，出口、消费、投资等均好于市场预期。

分地区看，疫情对经济的拖累影响较为明显。由于疫情3月底开始在多地散发，多数省份二季度经济增速下行，五省份同比增速为负。31个省份中，有23个省份二季度同比增速高于全国0.4%的总体增速，宁夏以5.3%的增速领跑全国，山西、陕西、甘肃、西藏、内蒙古、江西6个省份增速高于3%，辽宁与全国增速持平。浙江、青海微增0.1%，低于全国增速。而受疫情影响较重的上海、吉林、北京、海南、江苏5个省份同比下降，分别为-13.7%、-4.5%、-2.9%、-2.5%、-1.1%。

疫情对经济的不利影响继续减弱，下半年中国经济借助于更强力度的政策支持，有望加速修复，并回归至常态。上半年同比增速仅为2.5%，下半年需要增长8%才能实现全年增长目标，增长压力较大，而且中国经济面临疫情可能再次来袭，房地产行业陷入恶性循环，出口增速因欧美经济放缓而下降，市场预计经济具有较大不确定性，下半年反弹力度可能较弱，但我们仍对经济复苏抱有较强信心。一是中国经济先后经受住97年亚洲经济危机、08年全球金融危机及20年新冠疫情危机的冲击，政府管理部门已经具有丰富的治理经验；二是发改委、央行、财政部等主管部门的工具箱里仍有不少的经济措施及政策空间来刺激经济，包括降息降准及加大政府基建投入等；三是放眼全球，中国仍是全球最具活力和潜力的主要经济体，只要我们尊重经济发展规律，有效利用市场手段和非市场手段，中国经济大概率仍为全球经济增长的火车头。

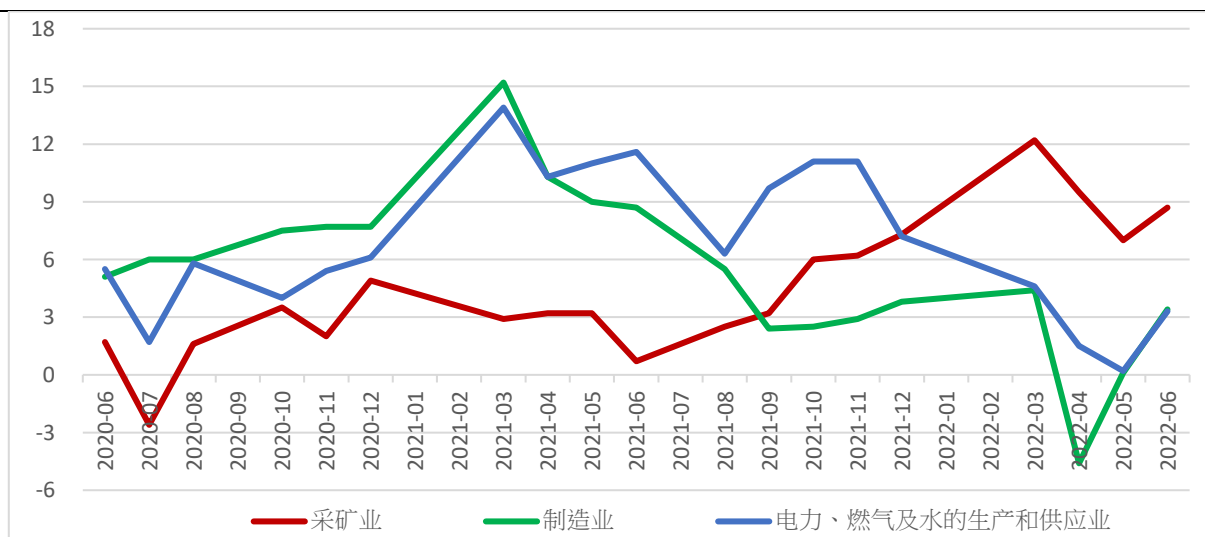
图 1：6 月各项经济指标同比均继续改善（%）



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

国内工业生产从 3 月以来的疫情冲击中持续修复, 工业增加值同比增速进一步加快, 服务业生产同比实现由降转增。6 月规模以上工业增加值同比实际增速为 3.9%, 较 5 月加快 3.2 个百分点; 环比增长 0.84%, 回落 3.38 个百分点。装备制造业回升明显, 特别是汽车行业的回升对整个工业增长的带动作用突出, 前期受疫情冲击影响, 长三角地区汽车行业产业链受到严重影响。从三大门类看, 制造业增加值的改善幅度最大, 6 月同比增长 3.4%, 增速较 5 月提升 3.3 个百分点, 但仍低于工业总体水平; 采矿业增加值增长最快, 同比增速加快 1.7 个百分点至 8.7%; 电力、燃气及水的生产和供应业增长 3.3%, 回升 3.1 个百分点。41 个大类行业中有 31 个行业增加值同比增长, 其中汽车制造业生产持续回暖, 在连续三个月下降后, 6 月同比增长 16.2%; 计算机、通信和其他电子设备制造业保持 11% 的较快增速, 超出 5 月 3.7 个百分点; 黑色金属、有色金属冶炼和压延加工业分别增长 0.6%、4.9%, 增速也有所提升; 医药制造业同比继续下降 8.5%, 但降幅收窄 3.8 个百分点。相比工业生产, 受 3 月以来疫情及防控措施冲击更严重的服务业也逐步恢复。6 月服务业生产指数同比由降转升, 增长 1.3%。

图 2: 三大工业门类看, 制造业增加值同比改善最明显 (%)

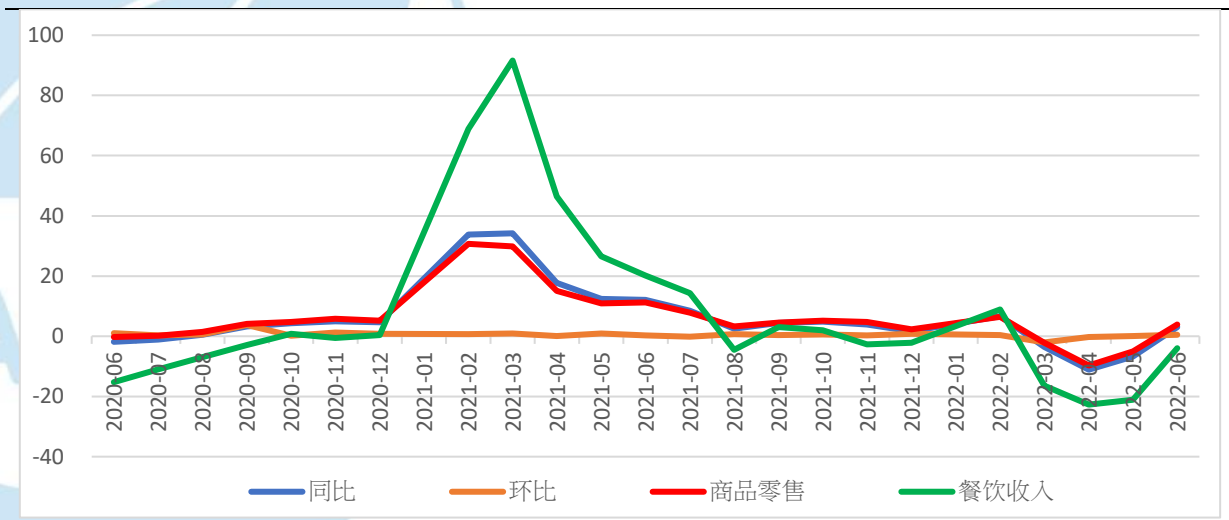


资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

疫情封控措施放松导致物流、人员流动恢复, 带动消费同比由负转正。6月社会消费品零售总额 38742 亿元, 同比增长 3.1%, 高于 5 月 9.8 个百分点, 扭转此前三个月同比下降态势; 环比增长 0.53%, 为年内最高, 表明疫后国内消费逐渐复苏。从消费类型分, 6 月商品零售同比增长 3.9%, 高于 5 月 8.9 个百分点; 餐饮收入同比下降 4%, 降幅收窄 17.1 个百分点, 表明餐饮消费明显改善, 但仍受疫情不利影响。

食品、药品等必需品增速保持平稳, 可选消费和升级类消费回升, 汽车销售回暖。从主要消费商品看, 6 月粮油食品类消费同比增长 9%, 低于前值 3.3 个百分点, 在各类商品中仍处于较高水平, 中西药品消费增速加快 1.1 个百分点至 11.9%; 化妆品、金银珠宝等升级类消费, 6 月同比由降转增, 增长 8.1%, 高于前值 20 个百分点左右; 618 年中大促下, 通讯器材类消费同比增速也提高 14.3 个百分点至 6.6%。随着供应链逐渐修复和新一轮汽车购置税减半政策开始实施, 汽车销售明显回升, 6 月汽车消费同比增长 13.9%, 高于 5 月 29.9 个百分点。

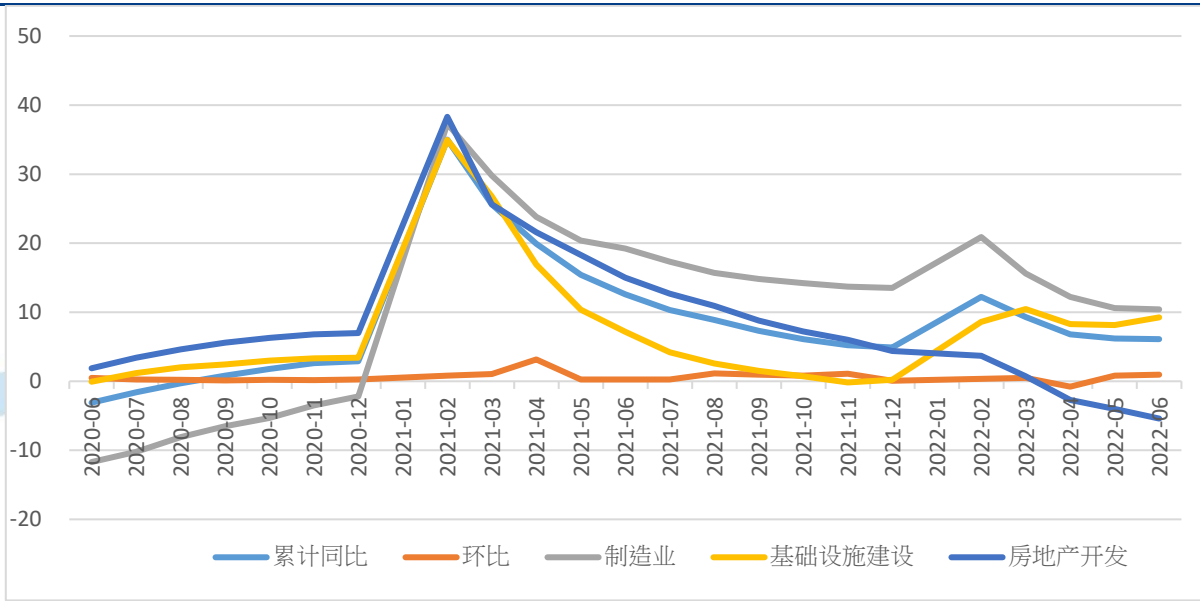
图 3: 6 月消费出现改善, 商品零售同比增速由负转正, 餐饮收入降幅收窄 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

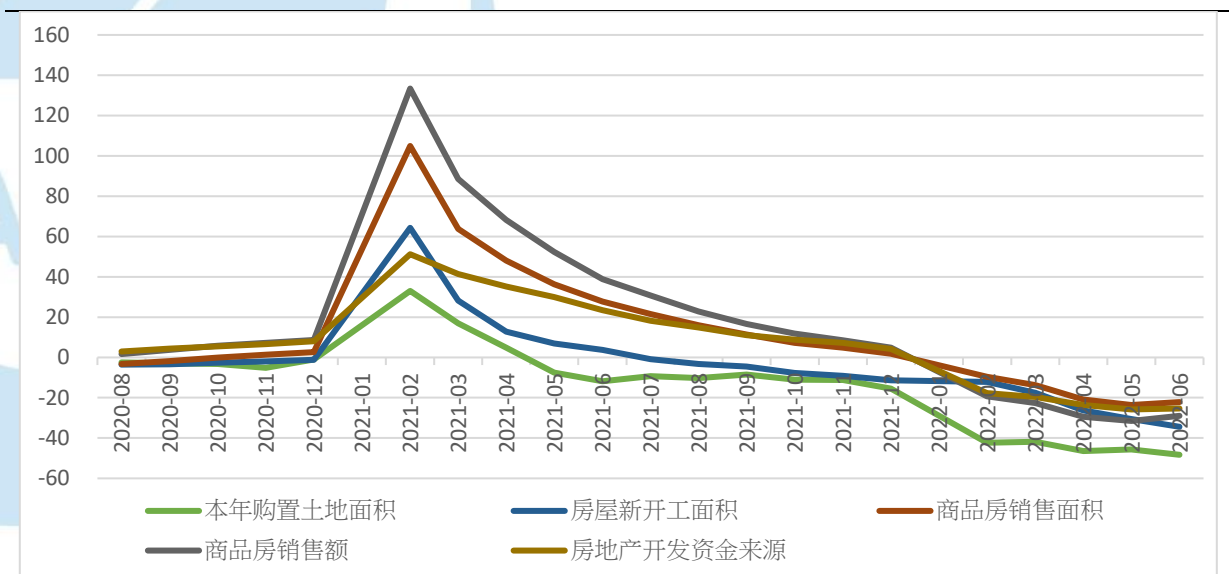
稳增长政策发力下, 基建投资加速, 对冲房地产投资和制造业投资增速回落。1-6 月全国固定资产投资累计同比增长 6.1%, 较 1-5 月微降 0.1 个百分点; 环比增速上升 0.12 个百分点至 0.95%。从三大类投资看, 稳增长政策发力下, 专项债发行和使用加快, 基建投资资金、项目相对充裕, 上半年累计同比增同比增长 7.1%, 高于 1-5 月 0.4 个百分点; 受上游原材料价格高涨、利润下降的影响, 制造业投资增速回落 0.2 个百分点至 10.4%, 尽管增速继续高于投资总体增速, 但未来增速或继续下行; 房地产投资同比降幅扩大 1.4 个百分点至 5.4%, 表明房地产政策边际放松并未有效提振房地产投资。但随着房地产销售有所改善, 部分房地产先行指标降幅收窄, 商品房销售面积、销售额分别同比下降 18.3%、20.8%, 降幅收窄 13.5 个、16.9 个百分点; 土地购置面积、商品房新开工面积、竣工面积同比降幅分别扩大 9.7 个、3.2 个、9.5 个百分点至 52.8%、45.1%、40.7%。

图 4: 1-6 月基建投资累计增速加快, 制造业投资放缓, 房地产投资降幅扩大 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

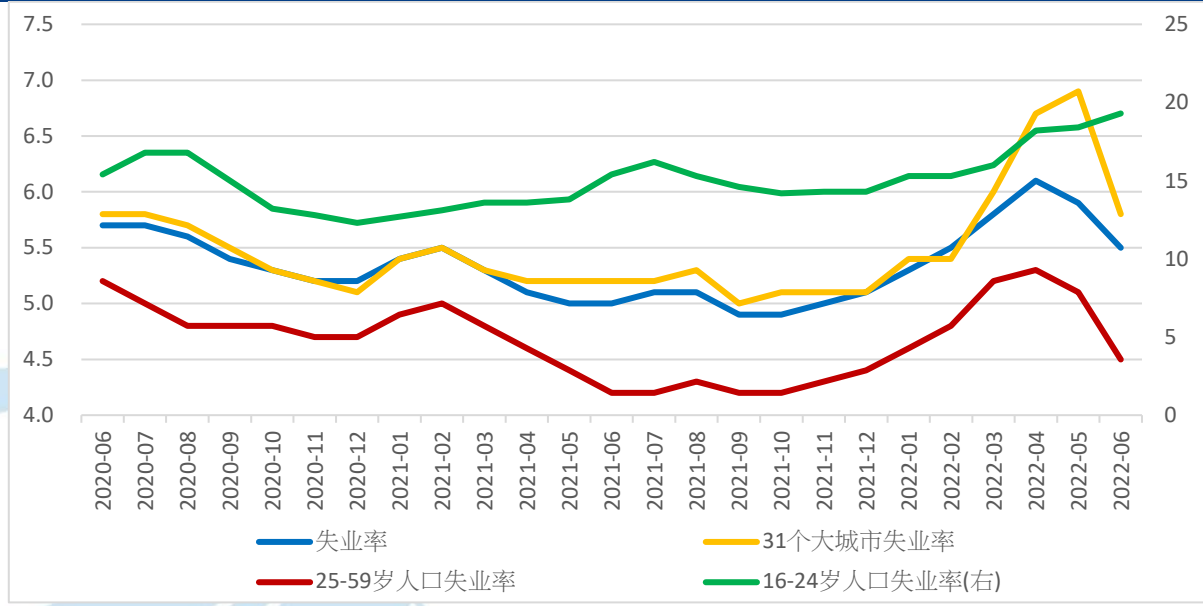
图 5: 6 月仅部分房地产指标同比出现改善 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

随着经济反弹, 劳动力市场状况出现边际改善。6 月全国城镇调查失业率为 5.5%, 低于 5 月 0.4 个百分点, 连续两个月下降。但 16-24 岁青年人的调查失业率继续攀升 0.9 个百分点至 19.3%, 继续刷新历史新高; 25-59 岁就业主体人口城镇调查失业率为 4.5%, 比上月下降 0.6 个百分点。另外需要强调的是, 二季度受疫情影响严重的上海、吉林城镇调查失业率为 12.5%和 7.6%, 明显高于全国水平。

图 6: 6 月失业率尽管连续两个月下降, 但仍处于高位 (%)



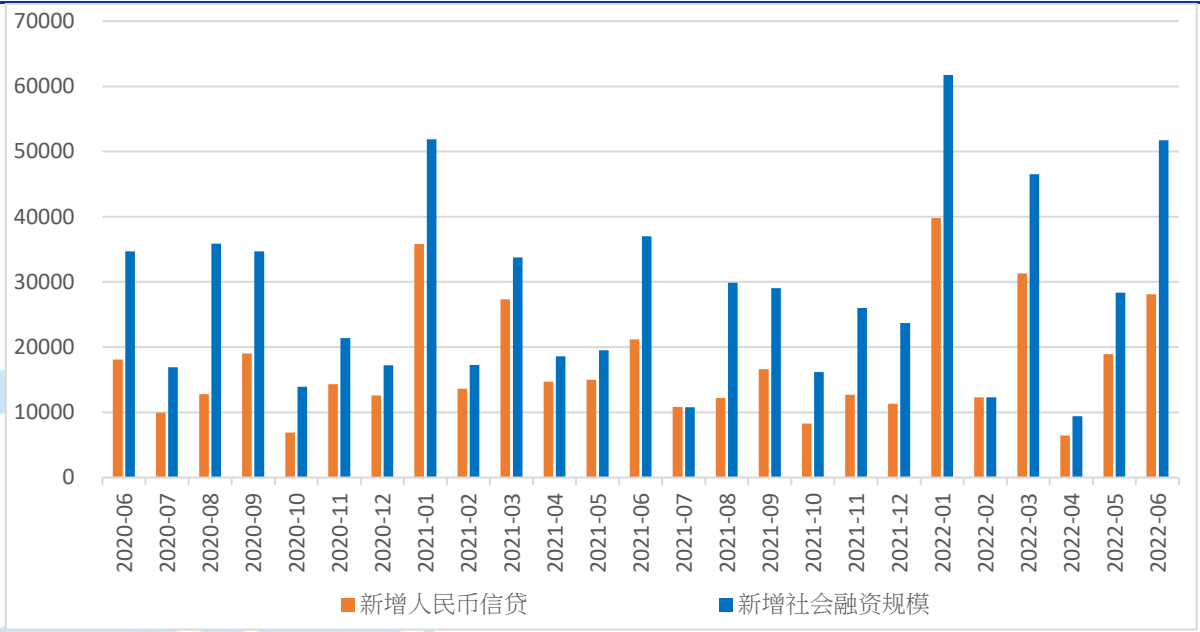
资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

1.2 疫情缓解及稳增长政策发力下, 居民和企业贷款需求改善, 政策债发行放量, 信贷和社融表现继续超出市场预期

随着国内疫情减缓和封控措施解除, 稳增长政策继续发挥效力, 经济基本面延续修复, 居民和企业贷款需求均出现明显改善, 信贷结构出现修复迹象。央行7月11日发布的金融数据显示, 6月人民币贷款新增2.81万亿元, 同比多增6900亿元, 相比2020年同期多增1万亿元; 社会融资规模新增5.17万亿元, 同比多增1.47万亿元, 远超市场预期, 为往年同期的最高值; 社融存量同比增长10.8%, 较5月提升0.3个百分点。另外, 6月M2、M1增速同步上行, M2同比增速上行0.3个百分点至11.4%, M1同比增速上行1.2个百分点至5.8%。超预期的金融数据, 不仅体现了疫情后经济复苏带来融资需求的大幅增加, 也体现了自5月底央行召开货币信贷形势分析会后, 银行加大信贷投放力度的效果, 自身扩表需求增强。

央行稳信用目标下, 下半年信贷有望呈现“总量稳定、结构改善”态势, 社融存量增速或持续回升。为配合完成全年经济增长目标, 央行大概率维持较宽松货币政策将维持, 并通过降成本、调结构等措施不断改善融资环境。一是存款准备金率仍有0.25%-0.5%的下调空间, 带动LPR贷款利率报价下行5BP, 如果进一步完善存款利率市场化改革机制, 贷款利率有望再下行10-20BP; 二是继续加大中长期贷款的投放力度, 例如在传统基建领域方面, 3000亿元政策性、开发性金融工具、政策性银行新增的8000亿元贷款额度, 有望撬动较大规模的基建配套融资; 三是通过下调支农支小再贷款利率及推动个人住房贷款加权平均利率下行, 改善普惠小微、房地产及疫情受损行业企业的信贷需求。

图7: 6月人民币信贷和社融规模增量均大幅超出市场预期 (亿元)

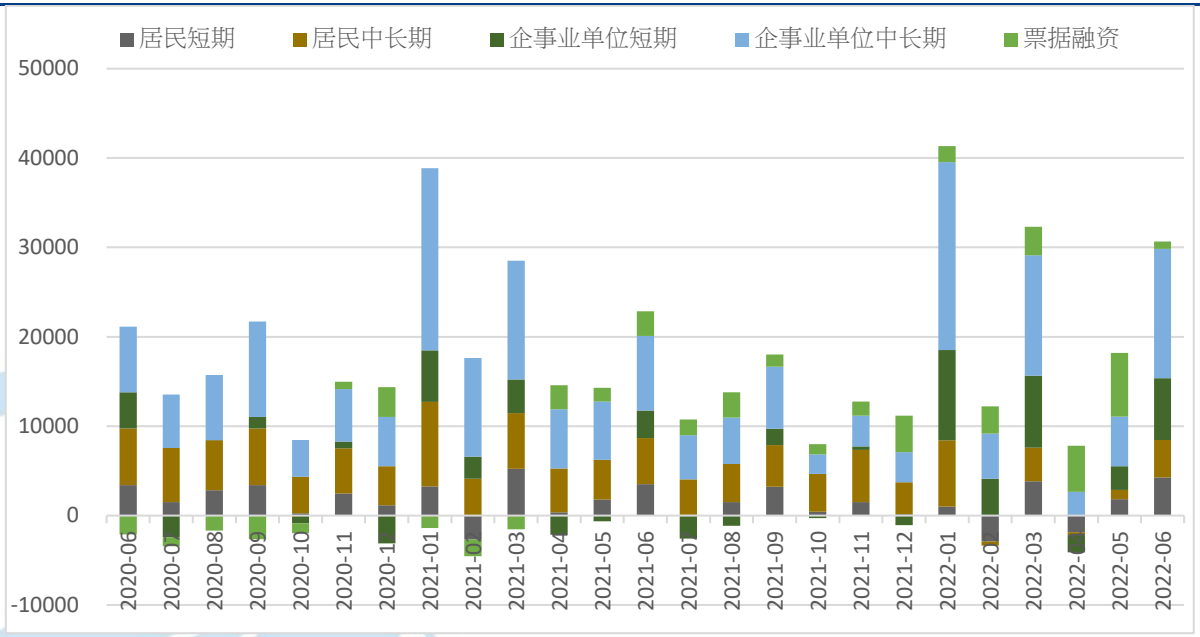


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

“稳信用”政策效果落地，信贷数据结构出现改善，除企业票据融资外，6月贷款各分项增量均较5月改善，企业中长期贷款表现抢眼。信贷结构出现了修复迹象，特别是企业端融资结构改善，中长期贷款投放加速、短期贷款同比多增，仅票据融资同比减少。6月非金融企业新增贷款2.21万亿元，同比多增7525亿元，其中中长期贷款贡献了1.45万亿元的新增规模，同比多增6130亿元；短期贷款新增6906亿元，同比多增3815亿元。由于6月票据贴现率稳中有升，此前带动企业信贷冲量的企业票据融资796亿元，同比大幅少增1951亿元。企业中长期贷款的投放应主要集中于科技创新、绿色和基建领域。央行4月设立2000亿元科技创新再贷款、5月又增加1000亿元煤炭清洁高效利用再贷款额度，叠加去年设立的碳减排支持工具和2000亿元煤炭清洁高效利用再贷款，再贷款支持工具对企业中长期贷款的投放有明显提振。政策性银行获得的政策支持力度也更大，国常会6月1日部署调增政策性银行8000亿元信贷额度，6月29日又部署3000亿元政策性、开发性金融工具，用于补充重大项目资本金。

居民户信贷投放亦有修复，但中长期贷款的增量依然低于去年同期，修复程度不及企业端。6月居民贷款延续了5月的正增长，新增8482亿元，虽为5月数据的近3倍，但同比仍少增203亿元。随着国内疫情防控压力减缓对消费场景和居民即期收入的负面影响有所减弱，加上“6·18”购物节使得线上消费需求集中释放，居民短期贷款新增4282亿元，同比多增782亿元。但中长期贷款依然疲软，6月新增4167亿元，同比少增989亿元，尽管商品房和汽车销售高频数据表现较好，但信贷数据表明居民对未来收入和房价的信心仍显不足，抑制了居民信贷需求。

图8：6月信贷结构出现优化，尤其是企业中长期贷款明显改善（亿元）

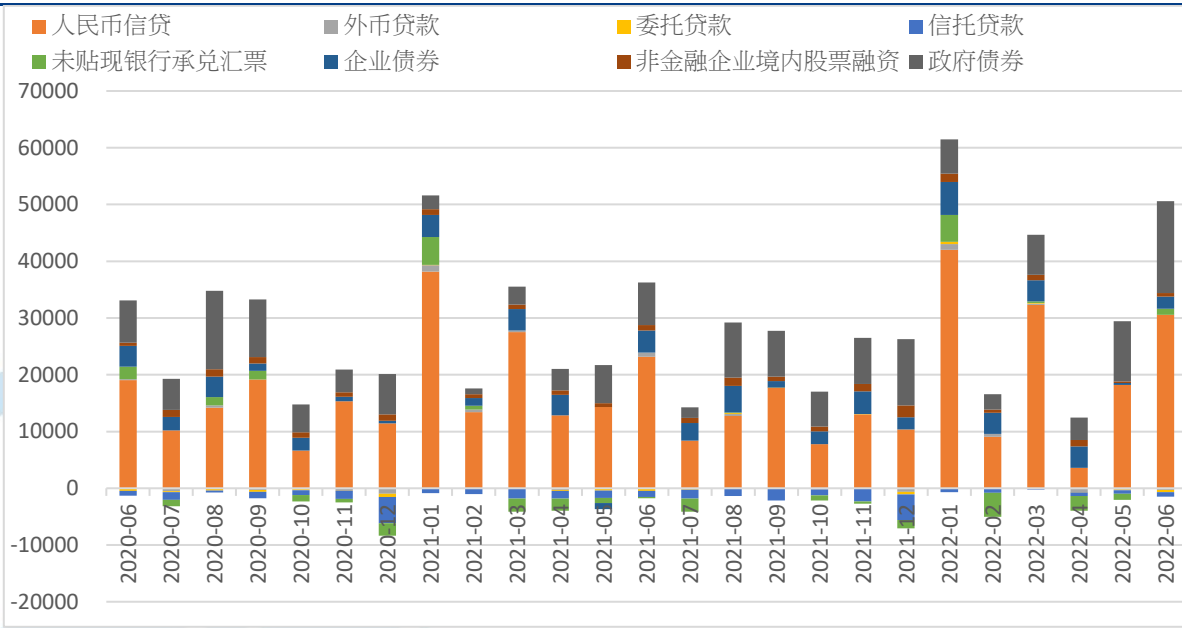


资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

社融规模新增尽管创同期历史最高值, 但结构仍显单一, 依然主要由信贷和政府债券拉动。6月社融新增5.17万亿元, 同比多增1.47万亿元, 为往年同期的最高值, 从结构看, 这主要得益于: 一是6月为传统信贷大月, 金融支持实体经济动能较强, 社融口径人民币贷款新增3.05万亿, 同比多增0.74万亿, 为历年同期最高; 二是政府债券净融资16216亿元, 同比多增8708亿元, 为统计以来的最高值, 占新增社融的三成以上, 这与财政部此前要求6月底基本发行完毕、8月底基本使用完毕有关; 三是表外融资压降速度放缓, 6月表外委托贷款、信托贷款合计减少1208亿元, 同比少减312亿元, 而表外票据新增1066亿元, 同比多增1287亿元, 表明此前银行票据贴现挤压表外票据的现象有所缓解。

企业直接融资表现不佳, 同比均出现少增。6月, 企业债净融资为2183亿元, 同比减少1744亿元, 其中Wind口径城投债6月净融资规模约1812亿元, 同比减少约776亿元; 房地产行业信用债净融资约90亿元, 相比同比减少约129亿元; 制造业信用债净偿还502亿元, 同比减少约604亿元。企业股票融资589亿元, 同比少增367亿元, 这与股票市场年初调整幅度较大、对企业股票融资存在一定干扰有关, 不过4月底以来, 国内经济逐渐走出“至暗时刻”, 股票市场触底反弹, 市场情绪已有显著改善。

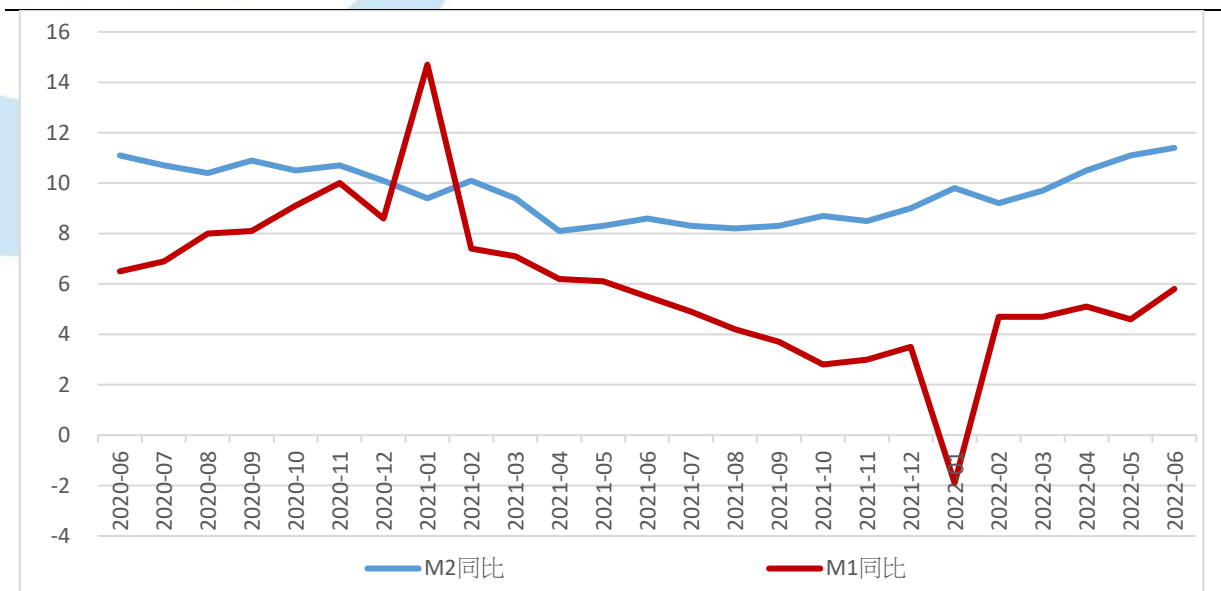
图9: 人民币信贷和政策债券融资支撑社融规模新增同比创历史 (亿元)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

M2 与 M1 增速同步上行, 两者差值有所收窄。6 月 M2 同比增速上行 0.3 个百分点至 11.4%, M1 同比增速上行 1.2 个百分点至 5.8%, 二者差值进一步收窄至 5.6%, 背后主因有: 一是随着疫情防控放松, 居民消费意愿有所好转, 导致居民存款增量收窄, 6 月多增 2411 亿元, 同比少增 3910 亿元; 二是非银行业金融机构存款减少较多, 6 月减少 3939 亿元, 同比多减 2617 亿元; 三是随着复工复产推进, 企业生产经营活跃度提升, 现金流改善, 6 月企业部门存款新增 29310 亿元, 同比多增 4588 亿元。

图 10: 6 月 M2、M1 同比增速均上升, 两者差值收窄 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

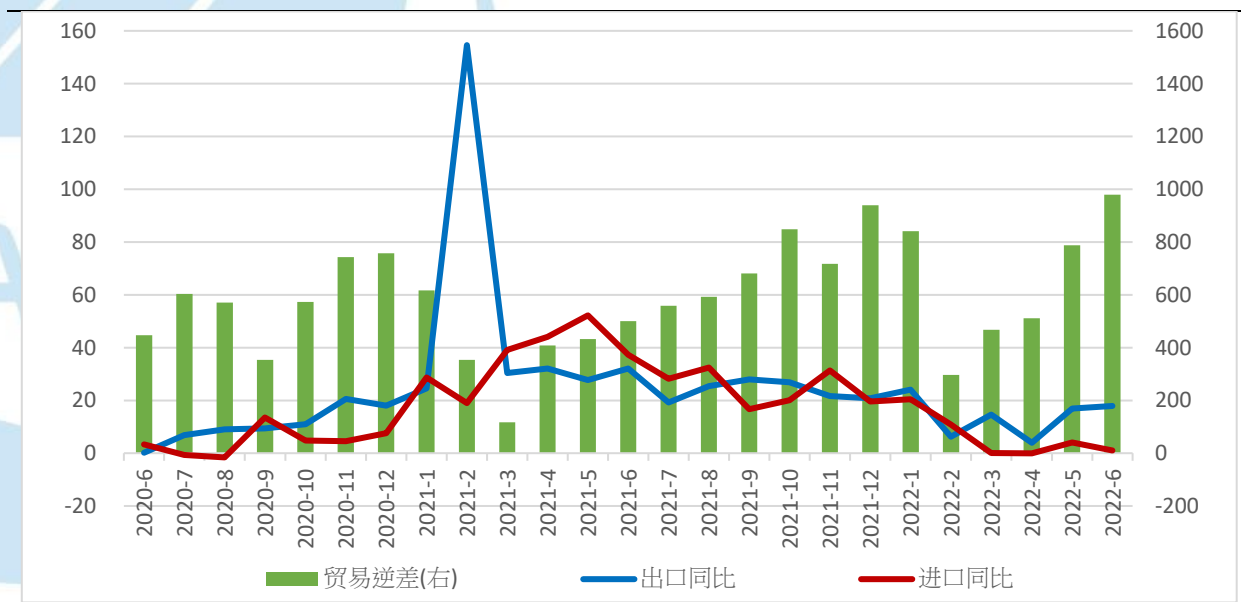
1.3 国内疫情减缓、港口物流缓解及国外需求不弱等有利因素下, 中国出口保持强劲增长, 进口因内需疲软则不及预期

疫情封控措施放松、港口物流瓶颈缓解及国外抑制高通胀要求价格相对低廉的中国商品等因素拉动下, 中国对全球其他地方的出口保持强劲增长, 同比增速继续提升。海关总署 7 月 13 日发布的数据显示, 以美元计,

6月出口同比增长17.9%，增速较5月加快1个百分点，大超市场预期；进口同比增长1%，增速回落3.1个百分点，低于市场预期，表明内需仍然萎靡；贸易顺差979.4亿美元，较5月大幅增加191.9亿美元。1-6月累计，出口同比增长14.2%，进口增长5.7%，从趋势看，随着疫情逐渐加重，1-4月进出口增速整体下滑，但5、6月份快速扭转了前面增速下滑的趋势。

预计出口增速维持高增长，进口将有所改善。一方面，中国经济韧性强、潜力足、长期向好的基本面没有改变，稳经济一揽子政策措施的落地见效及复工复产有序推进，叠加国外高通胀持续，对物美价廉的中国商品的需求只增不减，出口有望保持稳定增长。另一方面，上半年中国经济增速仅2.5%，如果实现全年5.5%的目标，下半年增速应达到8%左右，这要求财政政策主动加大基建等投入，货币政策保持较宽松状态甚至可能降息，进一步提振对国外商品的需求，进口增速或有明显改善。不过也存在不利因素，欧盟经济正在放缓，且美联储收紧政策以控制通货膨胀，预计美国经济也将如此，另外包括台湾和韩国在内的主要出口国家和地区的出口增速不断减慢，因此全球需求降温可能削弱中国出口增长势头。

图 11: 6月出口和贸易顺差实现超预期增长，进口则不及预期(%, 亿美元)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

出口超预期增长主要由对美国和东南亚国家的出口增加拉动。从主要出口国家和地区看，除欧盟外，中国对各主要经济体的出口增速均加快，6月对东盟、美国、日本出口同比分别增长29%、19.3%、8.2%，增速高于5月3.1个、3.6个、4.6个百分点；对欧盟出口保持了17.1%的较快增速，但较5月回落3.1个百分点，表明俄乌冲突造成的能源危机以及西方国家实施的制裁已经导致欧盟消费者和企业需求下降。

劳动密集型产品出口保持一定韧性，机电和高科技产品出口放缓。从主要出口商品看，外需仍强韧加上港口物流恢复畅通，劳动密集型产品出口强劲，6月服装出口同比增长19.1%，箱包、鞋靴增速超40%，包括口罩在内的纺织品同比增长44.2%，增速大幅提升28.4个百分点。但机电产品、高新技术产品出口反弹力度较弱，6月同比增长12.5%、7.4%，低于出口整体增速，其中手机、汽车及汽车底盘同比增长2.8%、21.2%，增幅分别回落11.2个和25.5个百分点；医疗仪器及器械同比下降1.3%，降幅较5月收窄8.3个百分点。

随着大宗商品价格回落和国内需求仍疲软，部分商品进口量价齐跌。主要进口商品方面，6月原油价格仍在高位，尽管进口量同比下降10.8%，大幅低于5月22.6个百分点，但进口额仍大增43.8%，不过增速大幅放缓33.8个百分点；铁矿石、大豆进口量均由升转降，同比下降0.5%、23.1%，进口额分别下降28.4%、4.8%。

1.4 每周要闻

1、国务院：坚持发展是解决我国一切问题的基础和关键

国务院领导人主持召开经济形势专家和企业家座谈会表示，要全面贯彻新发展理念，高效统筹疫情防控和经济社会发展，抓住经济恢复重要窗口期，坚持发展是解决我国一切问题的基础和关键，推动经济运行尽快回归正常轨道。保持经济运行在合理区间，要应对好两难多难问题，既稳增长，又防通胀、注意防输入性通胀。保持宏观政策连续性，既要有力，尤其要加大稳经济一揽子政策措施实施力度，又要合理适度，不预支未来。稳经济一揽子政策实施时间才一个多月，还有相当的实施空间，要继续推动政策落地和效果显现。

2、遵义道桥回应银行类债权展期20年

据经济观察网，近日一则遵义道桥债务重组过程中债务化解方案为银行类债务统一展期20年，前10年不付利息的传言，在金融市场间引起轩然大波。遵义道桥融资部相关人士表示，遵义道桥在推进债务重组过程中对于银行类债权人进行本金展期，期限延至20年。

3、银保监会回应“停贷”事件：引导金融机构市场化参与风险处置

据央视财经，银保监会有关部门负责人回应“停贷”事件称，最近关注到个别房企楼盘出现延期交付情况，这件事的关键在于“保交楼”，对此银保监会高度重视。下一步工作中，银保监会将引导金融机构市场化参与风险处置，加强与住建部门、中国人民银行工作协同，支持地方政府积极推进“保交楼、保民生、保稳定”工作，依法依规做好相关金融服务，促进房地产业良性循环和健康发展。

二、固定收益市场分析

2.1 资金面分析：税期期间央行小幅净投放400亿元，资金面维持平稳；下周对于资金面的冲击较少，预计资金面整体波动有限

1) 央行的公开市场操作：央行公开市场净投放400亿元

本周央行公开市场共有150亿元逆回购和1000亿元MLF到期，本周央行公开市场累计进行了150亿元逆回购操作、1000亿元MLF操作和400亿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400亿元。下周央行公开市场将有150亿元逆回购到期，其中周一至周五均到期30亿元。

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	30	30	30	30	30
7天	-30	-30	-30	-30	-30

14天	0	0	0	0	0
MLF（投放）365D	0	0	0	0	1000
MLF（回笼）365D	0	0	0	0	-1000
央行票据3个月	0	0	0	0	0
国库现金定存	0	400	0	0	0
净投放	0	400	0	0	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：税期资金面维持平稳。本周五为缴税申报截止日，央行本周小幅投放 400 亿元，7 月份为传统缴税大月，但今年二季度以来资金面长期宽松，叠加央行净投放，税期资金面受影响有限。本周资金面整体平稳，利率中枢甚至就上周有所下行，仅周五资金面出现小幅波动。本周五银行间回购利率 R001 加权平均降至 1.2812%，R007 加权平均降至 1.5871%；交易所回购利率 GC001 加权平均降至 1.5250%，GC007 加权平均降至 1.5890%。

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	1.2944	1.2872	1.2912	1.2564	1.2812
	R007	1.6262	1.6363	1.6294	1.6141	1.5871
	R014	1.6808	1.7304	1.6963	1.7600	1.6657
	R021	1.9273	1.9581	1.8699	1.9553	1.8938
	R1M	1.9744	1.8840	2.0280	1.8872	1.8941
上交所协议回购	206001	3.6110	3.1280	3.2770	3.2980	
	206007	3.4370	4.0350	3.8240	3.8830	3.8250
	206014	4.2310	4.9950	4.3770	5.4530	4.9180
	206021	6.0060	5.4860	6.0760	5.6840	6.5990
	206030	5.1870	5.9080	5.7070	6.1740	5.6870
利率互换定盘：1Y	FR007	2.1567	2.1309	2.1196	2.1007	2.0883

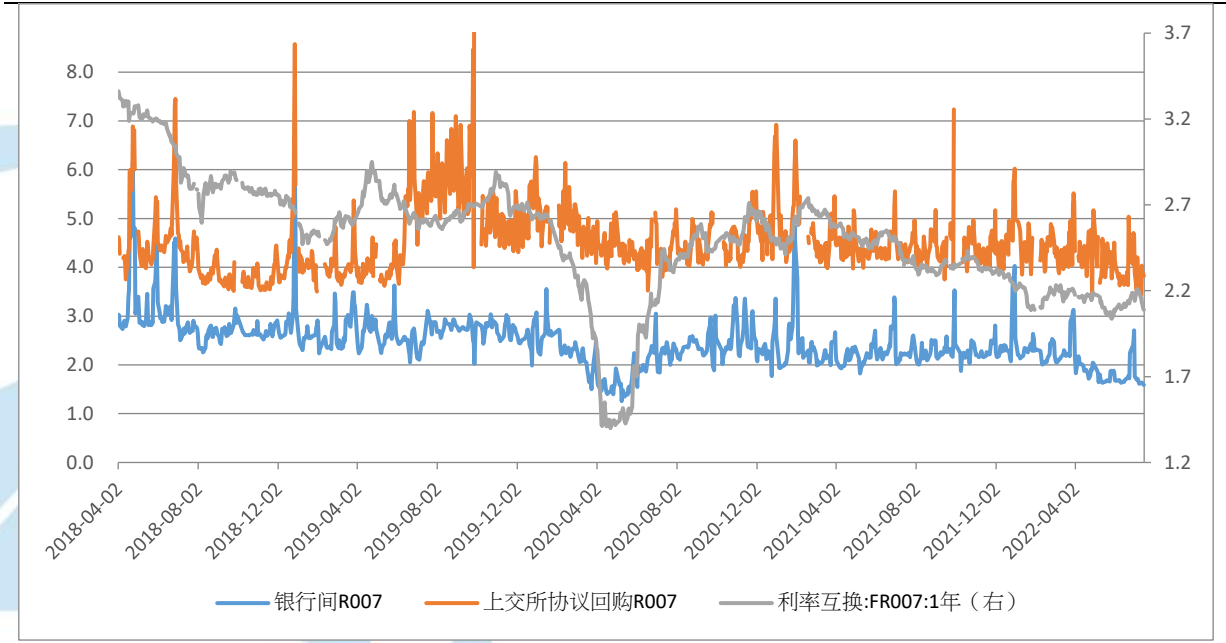
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2) 资金面的展望：下周对于资金面的冲击较少，预计资金面整体波动有限

本周央行货币政策司司长邹澜表示，目前流动性保持在较合理充裕还略微偏多的水平上。未来将合理搭配货币政策工具，保持流动性合理充裕，进一步推动金融机构降低企业融资成本。二季度在疫情影响下资金面整体维持宽松，目前来看疫情影响最强烈的时间已经过去，央行缩减每日逆回购金额至 30 亿元，可能也在提醒市场资金面将逐步回归常态。

随6月份专项债大量发行，7月初地方债融资额明显缩小，下周政府债净融资额仍维持低位。整体来看，本周税期央行仅投放400亿元，但资金面整体维持宽松，说明虽然月初存在大量逆回购回笼，资金面仍存在较强的抗冲击能力，下周对于资金面的冲击较少，预计资金面整体波动有限。

图 12：本周各期限资金价格走势（%）



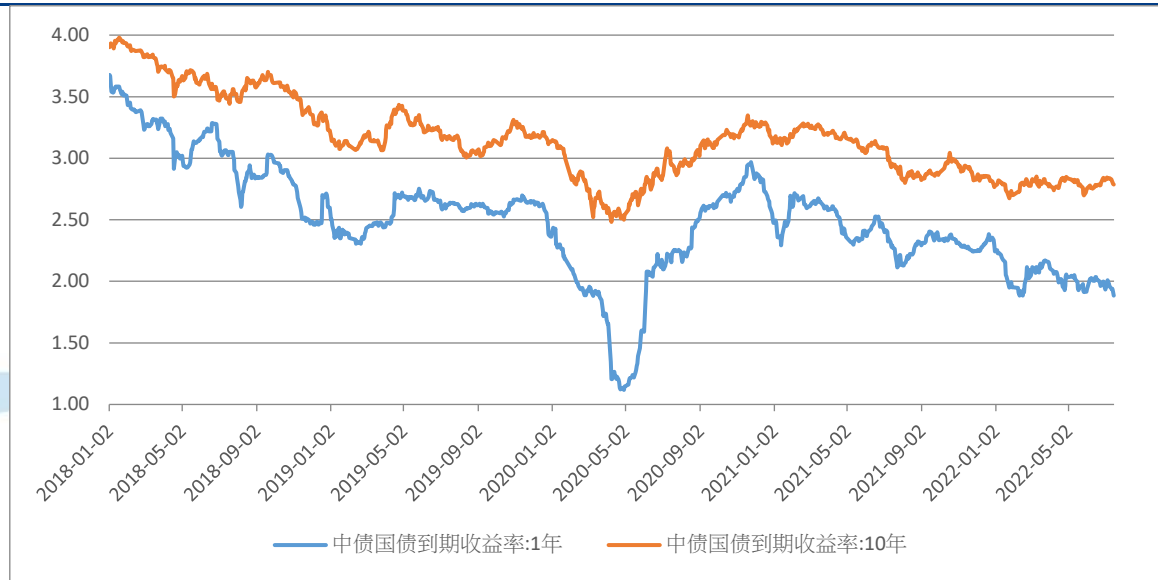
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2.2 利率债走势分析：疫情扰动、风险事件降低市场风险偏好，债市预计维持震荡

1) 利率债走势复盘：市场风险偏好回落，债市表现强劲

本周，疫情扰动再度升温、地产及银行风险事件冲击，权益市场下跌，债市表现强势。周一，央行开展30亿元7天期逆回购操作，当日有30亿逆回购到期，净投放为0，当天公布的社融数据全面上行，但是债市却表现强势，主要原因，预计是，一是周末疫情持续发酵，新的变异毒株令防控难度加大，上海再传封城，股市的走势对其有一定体现，二是市场对于金融数据的预期在不断上修，因此社融数据表现好已在预期之内，所以债市交易利空出尽的逻辑；周二，央行开展30亿元7天期逆回购操作，当日有30亿逆回购到期，净投放为0，债市全天走势偏震荡；周三，央行开展30亿元7天期逆回购操作，当日有30亿逆回购到期，净投放为0，6月出口好于预期，央行表态7天利率低于公开市场操作利率，对债市来说偏负面，但是债市表现依旧平淡；周四，央行开展30亿元7天期逆回购操作，当日有30亿逆回购到期，净投放为0，近期“断供潮”愈演愈烈，这也让债市的人们对于货币政策的持续宽松进一步加以确认，所以当天10年国债明显下行，并突破2.80%；周五，7央行开展1000亿元1年期MLF操作和30亿元7天期公开市场逆回购操作，当日30亿元逆回购和1000亿元MLF到期，因此当日完全对冲到期量，二季度经济数据公布，权益市场和商品市场均大幅下跌，债市表现强劲。本周10年国债活跃券220010累计下行5.25bp至2.785%，10年国开活跃券220210累计下行3.25bp至3.0525%。

图 13：本周 10 年期国债收益率下行（%）



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: 经济最差时点已过, 货币政策难有增量, 长债收益率预计维持窄幅震荡

从6月各项数据来看, 大致可以判断当前生产仍处在恢复过程中, 下半年继续推动政策落地、落地政策逐步见效、经济持续复苏仍是宏观主线。6月数据稍不及预期, 但后续仍有不少恢复空间。焦点主要看制造业生产。考虑到6月我国出口仍维持在高增速水平, 企业的订单短期内仍较为充足, 后续工业生产有较好的支撑, 在主要经济指标中, 预计将推动规模以上工业增加值同比增速这一指标最先的回到一季度水平。基本面应该已经度过了最艰难的时期, 随着相关地区疫情防控进入扫尾阶段, 预计3、4季度经济会继续恢复, 但恢复强度可能难以达到市场预期, 同时下半年基本面走势仍有不少的不确定性, 全年经济面临不小的保增长压力。

货币政策方面, 预计央行将继续保持流动性在高于合理充裕水平, 需要关注增量财政政策。后续货币政策大概率继续维持稳中偏松取向, 总量上通过信贷政策发力, 结构性工具是重点, MLF 降息等必要性不强, 5年期 LPR 尚有可能性。预计总体货币政策“增量有限, 存量稳定”。隔夜资金利率预计仍可保持在 1.6% 以下。后续变数在增量财政政策, 只有能明显带动社融信贷积极变化, 央行也观察到了经济主体的显著扩张意愿, 资金利率向政策利率收敛的情况才有可能发生。

经济最差时点已过, 货币政策难有增量, 长债收益率预计维持窄幅震荡。10 年国债利率再次向下突破 2.8% 关口, 长端利率经历阶段性调整之后, 基本趋于平静, R001 每日成交量再度恢复至 5.5 万亿以上, 反映出市场似乎逐步消化了央行投放量降低至 30 亿的这一“切换”, 市场已经不过分担心资金面收紧。后续社融上行斜率有

限，长端利率很难出现趋势性的向上机会，即使市即使有调整，幅度也相对有限。预计 10 年国债利率仍然是窄幅区间波动的格局。

2.3 存单信用债分析：存单发行量环比增长、净融资额延续负数，信用债净融资额由正转负，各期限及各评级信用债收益率全面下行，信用利差涨跌互现

1) 一级市场发行：存单发行量环比增长、净融资额延续负数，信用债净融资额由正转负

同业存单方面，本周同业存单发行量约 4,113.70 亿元，环比增长 109.83%，偿还量约 4,551.20 亿元，环比增长 84.50%，净融资额延续负数，为-437.50 亿元。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 0.69bp 报 1.6346%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 6.85bp 报 1.9658%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 8.09bp 报 2.117%，9M 存单平均发行利率较上周下行 25.91bp 报 2.2786%。

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 2,271.55 亿元，环比下降 9.04%，偿还量约 2,351.21 亿元，环比增长 31.34%，净融资额为-79.66 亿元，环比由正转负。

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，信用利差涨跌互现

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 8.95~9.96bp，3 年期各评级信用债收益率下行 4.77~10.78bp，5 年期各评级信用债收益率下行 4.21~7.21bp。

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	2.292	1.70%	-9.96
信用债(AAA):3 年	2.822	2.50%	-10.78
信用债(AAA):5 年	3.227	5.40%	-7.21
信用债(AA+):1 年	2.420	1.80%	-8.95
信用债(AA+):3 年	3.010	2.70%	-9.77
信用债(AA+):5 年	3.446	4.30%	-4.21
信用债(AA):1 年	2.520	1.70%	-9.95
信用债(AA):3 年	3.260	3.10%	-4.77
信用债(AA):5 年	3.916	5.40%	-6.21

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

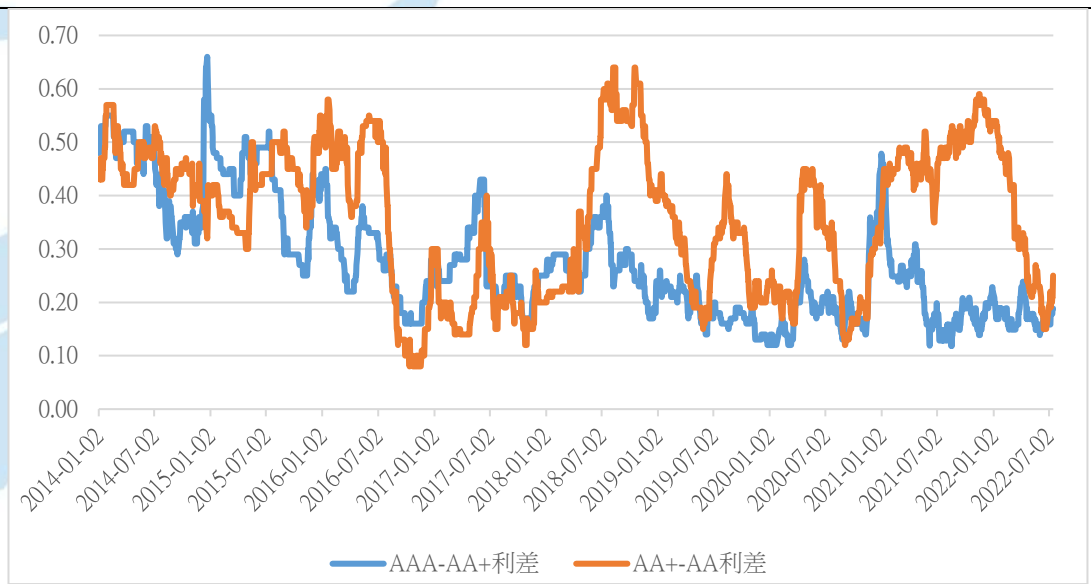
信用利差方面，以同期限中短票收益率-国开债收益率测算信用利差，信用债收益率短端下行幅度大于国开债、长端不及国开债，1 年期各评级信用利差收窄 3.03~4.04bp，5 年期各评级信用利差被动走阔 1.96~4.96bp，

3 年期 AAA 级信用利差小幅收窄 0.04bp, AA+级、AA 级分别走阔 0.97bp、5.97bp。

期限利差方面, 中高评级信用债收益率中端下行幅度最大、短端次之、长端最小, AAA 级、AA+级 3Y-1Y 利差均收窄 0.82bp, 5Y-3Y 利差分别走阔 3.57bp、5.56bp, 低评级信用债收益率下行幅度短端 > 长端 > 中端, AA 级 3Y-1Y 利差走阔 5.18bp, 5Y-3Y 利差收窄 1.44bp。

评级利差方面, 本周 AA+与 AAA 之间利差走阔 1bp 至 19bp, AA 与 AA+之间的利差走阔 5bp 至 25bp。

图 14: 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

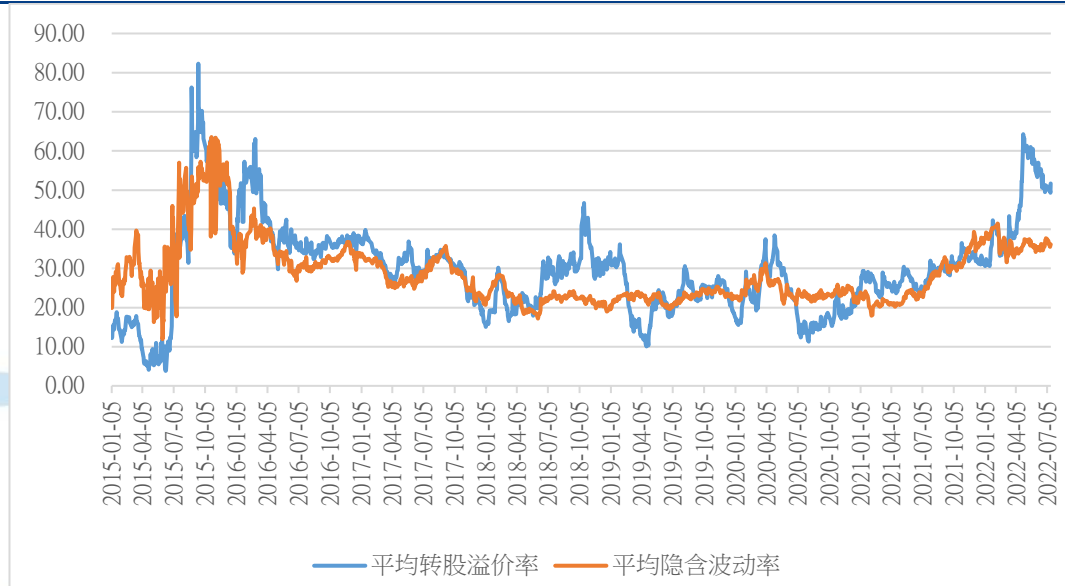
2.4 可转债分析: 权益市场震荡走低、三大指数均呈下跌, 可转债近八成录得下跌行情, 关注储能产业链、新能源汽车、中游制造业

1) 可转债走势复盘: 权益市场震荡走低、三大指数均呈下跌, 可转债近八成录得下跌行情

本周权益市场震荡走低、三大指数均呈下跌, 上证指数本周收于 3228.06 下跌 3.81%, 深证成指本周下跌 3.47%, 创业板指本周下跌 2.03%, 中小 100 本周下跌 4.27%。转债跌幅不及正股, 仍表现出一定抗跌属性, 上证转债下跌 0.67%至 359.58, 深证转债下跌 0.94%至 311.61, 中证转债下跌 0.78%至 416.13, 其中近八成转债录得下跌行情, 泰林转债、卡倍转债、城市转债、东时转债、丝路转债等领跌, 祥鑫转债、斯莱转债、鹏辉转债、文灿转债、朗新转债等领涨。一级方面, 本周高测转债、拓普转债 2 只转债发行, 通裕转债 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, 本周转股溢价率震荡上行 1.55pct, 处于 2015 年以来 94%历史分位数水平; 隐含波动率下行 1.03pct, 处于 2015 年以来 86%历史分位数水平。

图 15: 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：关注储能产业链、新能源汽车、中游制造业

本周国内局部疫情反复、地产断供风波发酵扰动经济复苏进程，海外通胀数据创新高、美联储加息预期再起，市场避险情绪升温，北向资金持续净流出，权益市场震荡下跌，转债亦同步走弱，中报数据验证期 A 股或继续调整，转债配置中可考虑以下方向：1) 随着国内新能源配储政策持续推进、风光装机量不断提升，海外储能需求旺盛，国内外储能项目签约与落地高速增长，带动储能产业链发展向好、业绩可期；2) 6 月我国新能源汽车产销量同比均增长 1.3 倍，国内政策支持叠加全球电动化趋势确定，新能源汽车行业供需两旺、高景气延续；3) 工业生产加速修复、原油等大宗商品价格回落，利好中游制造业降本增利。

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：A 股普遍下跌，电新行业行情独立

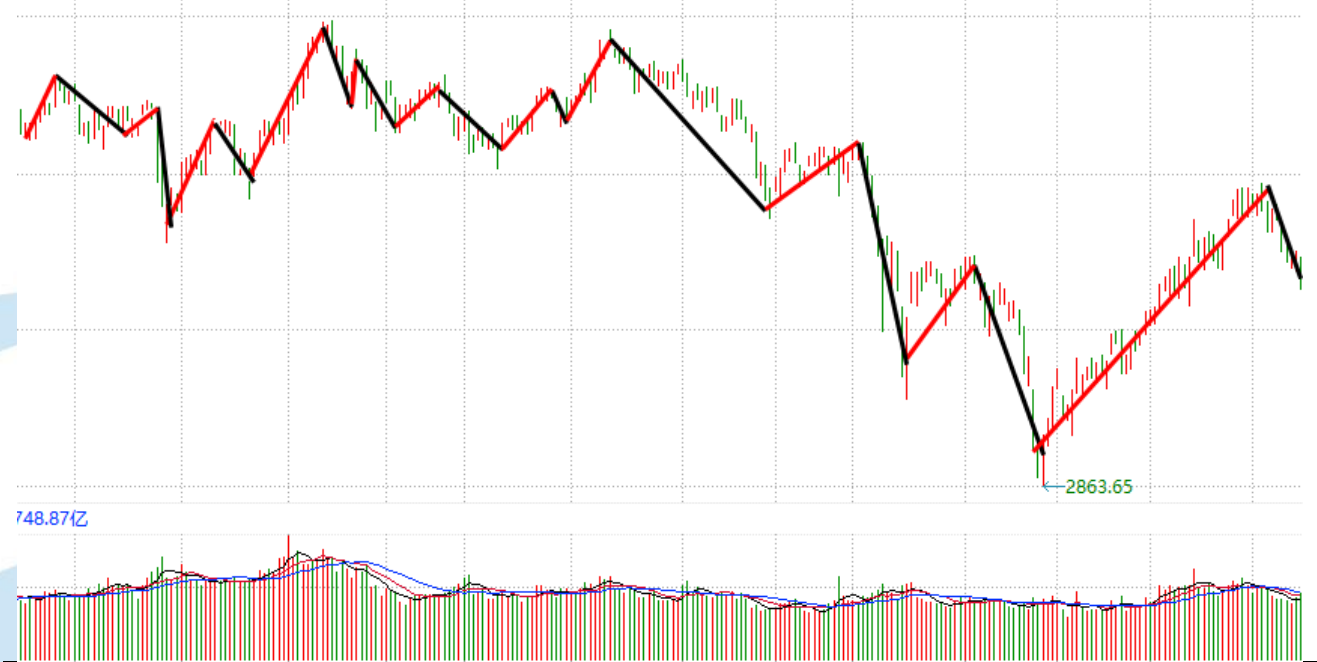
1) 权益市场走势复：A 股进入空头排列，电力设备新能源一枝独秀。

本周沪指大幅下跌，沪弱深强，北向资金流出 220.40 亿，上证综指最终报收 3228.06 点，本周下跌 3.81%。同期深证成指下跌 3.47%，创业板下跌 2.03%。量能方面，沪指环比缩量，分歧较少。盘面方面，赚钱效应较差，板块效应不强。

本周期货大宗品种普遍下跌，经济预期悲观叠加 A 股中报多数个股业绩不及预期，主要股指出现大幅下跌。新能源基本面表现强劲，行情独立于大盘。北上资金大幅流出，本周合计流出 220.40 亿元。本周成长强于价值，其中上证 50 下跌 5.14%，沪深 300 下跌 4.07%，中证 500 下跌 3.24%，创业板 50 下跌 1.89%，国证 2000 下跌 2.06%。茅指数下跌 3.34%，宁组合下跌 2.30%。本周创业板表现强劲，权重股领跌。

本周五个交易日，30 个中信一级行业仅 1 个行业实现上涨，其中电力设备及新能源分实现上涨 1.49%。29 个行业下跌，其中有色金属、房地产、计算机分别下跌 5.86%、5.81%、5.02%。总体来看，本周各行业实现普跌状态，而行业数据超预期的电新表现相对强势。

图 16: A 股反转下跌, 创业板相对较强



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下跌, 道指本周下跌 0.16%, 报 31288.2600 点, 纳指本周下跌 1.57%, 报 11452.4200 点, 标普 500 指数本周下跌 0.93%, 报 3863.1600 点。

本周美国三大股指均先跌后涨。本周公布的美国 6 月份 CPI 以及 PPI 数据均超市场预期。随通胀数据公布日期临近, 本周一开始美国股市已提前反应, 本周前半周美股大幅下行。随通胀数据公布, 市场预计美联储 7 月份将加息 75 甚至 100BP, 但随后多名美联储官员发言, 基本认为加息 75BP 是合适的, 一定程度上缓和了市场预期。本周五美国 6 月份零售数据公布, 略好于市场预期, 市场受到小幅提振, 当天美国三大股指均有所反弹。本周美股行业均表现不佳, 仅消费、信息技术上涨, 能源行业跌幅较大。

图 17: 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：短期 A 股可能回归震荡走势

6 月社融增速高于预期，可选消费复苏弹性强。7 月 15 日，国家统计局发布社融消费数据。2022 年 6 月社会消费品零售总额为 3.87 万亿元，同比增长 3.1%，高于 Wind 市场一致预期，增速较 5 月上升 9.8%。1-6 月社会消费品零售总额为 21.04 万亿元，同比下降 0.7%，增速较上年同期下降 23.7%。分品类看，6 月纺织服装类零售额同比增长 1.2%，增速较 5 月份上升 17.4%。化妆品类零售额同比增长 8.1%，较 5 月上升 19.1%。6 月，黄金珠宝行业相关类别中，金银珠宝类零售额同比增长 8.1%，增速较 5 月份上升 23.6%。随着疫情受控，线下回暖恢复。另外，地产相关类别中，家用电器类零售额同比增长 3.2%，增速较 5 月份上升 13.8%。总体来看，6 月份社融增速高于市场预期，建议关注可选消费品的投资机会。

6 月电车销量超预期，产业链维持高景气。6 月国内新能源车产量 59 万辆，同比增长 138%，环比增长 27%；销量 59.6 万辆，同比上升 133%，环比增长 33%。其中乘用车产量 56.3 万辆，环比增长 27%；销量 56.9 万辆，环比增长 33%；渗透率 26%，环比-0.7%。我们认为供给端疫情已基本消退，零部件厂和整车厂生产恢复正常，预计 7 月电动车批售保持强劲。建议关注产业链各环节的龙头企业投资机会。

7 月游戏版号正常发放，游戏行业困境反转。7 月 12 日，国家新闻出版署公布 2022 年 7 月国产网络游戏审批信息，共发放 67 个游戏版号，包括《勇敢的哈克》、《战火与永恒》、《非匿名指令》和《暗影火炬城》、《双相》、《永恒轮回：无限》、《三国演义：兵临城下》和《明日战姬》等。本次游戏版号审核时间间隔有所缩短，获批数量继续提高。我们认为游戏板块常态化审批已恢复正常，监管政策不确定性降低背景下，拥有优质内容和强研发能力的头部游戏企业或持续受益。当前游戏行业 PE 为 22.19 倍，于近 5 年 40.49%分位，整体估值水平处于低位，建议关注拥有优质内容和研发实力的头部游戏企业。

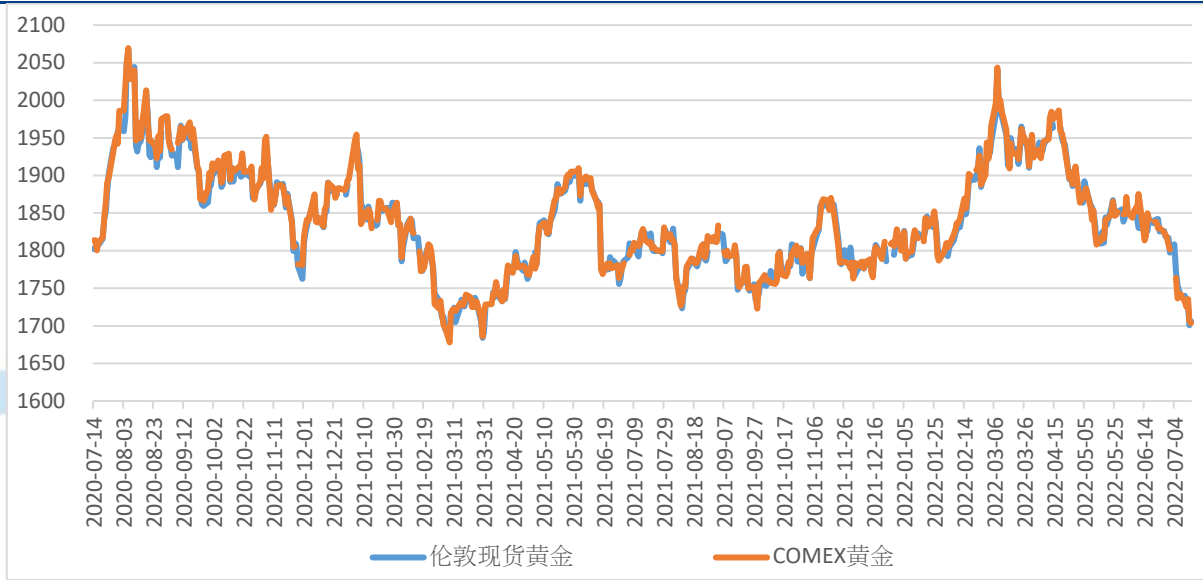
6 月挖机销量同比降幅收窄，Q3 有望迎来增速转正拐点。中国工程机械工业协会公布了 2022 年 6 月挖掘机销量数据。2022 年 6 月纳入统计的 26 家主机制造企业挖掘机共计销售 20761 台，同比下降 10.13%，降幅收窄情况好于此此前预期；其中国内市场销量 11027 台，同比下降 35.00%；出口销量 9734 台，同比增长 58.66%。我们认为宏观经济稳增长基调下，挖掘机销量同比降幅持续收窄，出口销量占比创新高，预计下半年相关政策落地有望加速，叠加疫情复工后项目赶工，预计行业 Q3 挖机销量增速有望转正。建议关注工程机械的投资机会。

展望后市，近期在点状疫情及强制断供事件的扰动下，市场情绪受到压制。但政策呵护下，经济数据的好转有望支撑 A 股持续反弹。投资方面，推荐消费及中报预期盈利较为确定的板块。往后看，首先，疫情平复之后，居民消费场景将进一步修复。可选消费、旅游与餐饮板块有望迎来回升。其次，在全球寻求传统石化能源代替的背景下，风电、光伏、新能源等科技制造类行业长期增长空间加大。

3.2 黄金市场分析：美国新通胀数据强化加息预期，美元指数创新高，黄金价格继续承压下跌

周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日上涨 5.45 美元，或 0.32%，收报于 1706.15 美元/盎司，但全周累计仍下跌 1.84%；美国 COMEX 黄金期货结算价下跌 2.2 美元，或-0.13%，收报于 1703.6 美元/盎司，全周累计跌幅 2.22%。

图 18：本周金价下跌约 2%（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

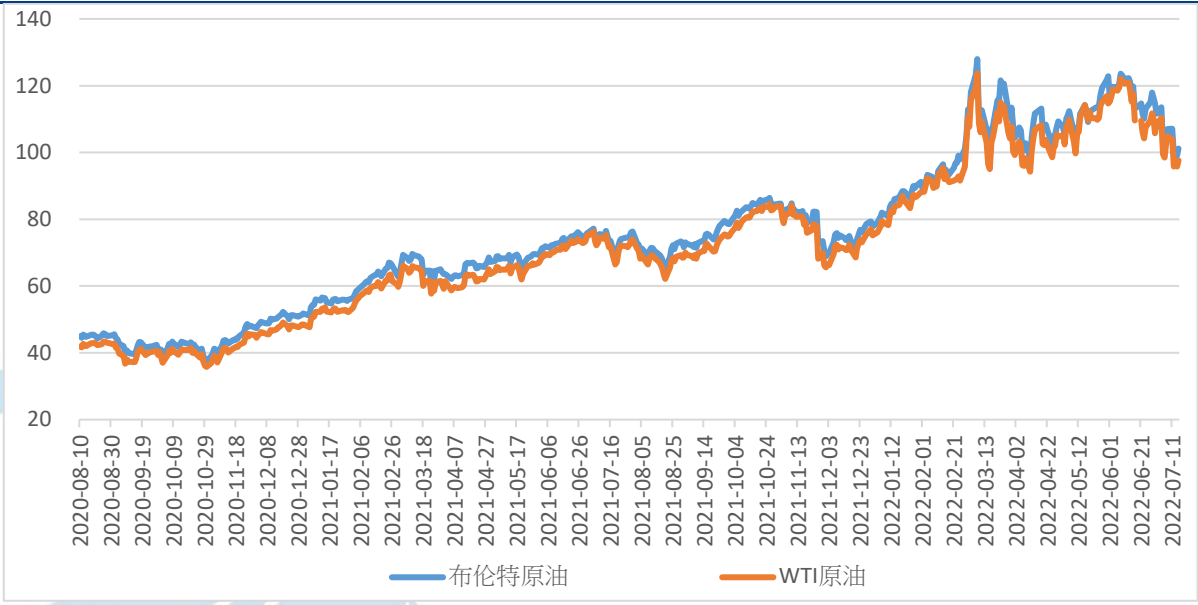
本周伦敦现货黄金和美国 COMEX 期货黄金价格均下跌约 2.14%，为连续第五周下跌，主因是美国 6 月通胀同比增幅创逾 40 年新高，对美联储加息提速的预期大幅提振了美元，从而打压了金价。本周美元指数涨幅约 1.42% 至 109.3032，刷新了 2002 年三季度以来的新高，且为连续第三周上涨。美国劳工统计局本周公布的美国 CPI 报告显示，6 月通胀率仍居高不下，为 9.1%，高于 5 月份的 8.6%，为 1981 年 11 月以来的新高。汽油、住房和食品指数是最大的贡献者，能源仍然是最受关注的头号商品。能源指数当月环比增长 7.5%，同比增长 41.6%，是自 1980 年 4 月结束的这一时期以来的最大的 12 个月增幅。仅有一个好的现象是，剔除食品和能源成本的核心 CPI 出现了小幅下降。第二天发布的 PPI 数据也显示，6 月 PPI 较 5 月份同比上涨 1.1 个百分点至 11.3%，高于预期中的 8.1%。加拿大央行在美国 CPI 数据公布当天就出乎市场意料地加息 100 个基点，这让美联储倍感压力。高通胀将迫使美联储急切采取行动，使其本已积极的降低通胀的立场变得更加激进，美联储为了压降通胀不惜冒着将美国经济推入衰退的风险。

金价在高通胀下将展开反弹，但中长期趋势仍处于下跌通道。近期金价下跌幅度有所减缓，预期仍将跌破 1700 美元，但我们并不认为短期金价会连续大跌，短期很可能将转入小幅震荡或者反弹，主要逻辑在 7 月国际油价已开始回落，美国国内的通胀压力将有所缓解，美联储在高通胀下 7 月仍可能继续加息 75BP 甚至 100BP，但之后加息幅度会减小，同时美元升值到一定水平（美国 10 年国债收益率走低）后，继续升值的压力会增大，其相对于黄金的价值将降低，也就是说黄金的配置价值将凸显，而且随着美国未来衰退担忧增加，金价从基本面还是技术上看都可能出现反弹。

3.3 原油市场分析：两大国际原油价格在增长担忧和美元升值下继续大跌

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上涨 2.06 美元，或 2.08%，收报于每桶 101.16 美元，但由于周二暴跌近 8%，全周累计仍大跌 5.48%；美国 WTI 原油期货合约结算价上涨 1.81 美元，或 1.89%，收报于每桶 97.59 美元，全周累计跌幅 6.87%。

图 19：本周国际两大油价继续大跌（美元/桶）



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

本周美油价格维持震荡下行, 美国 6 月 CPI 数据意外超预期, 使得市场对美联储升息预期升温, 同时国际三大原油机构预期原油市场供需状况没有发生较大变化, 均对油价不利。美国 6 月 CPI 同比增长 9.1%, 高于预期的 8.8%, 为 1981 年 11 月以来最大增幅, 据市场预估能源价格上涨贡献了 CPI 涨幅的近一半。高于预期的 CPI 数据公布后, 美国国债收益率飙升, 因为市场预期美联储将进一步收紧货币政策, 加息 75 个 BP 几乎板上钉钉, 而加息 100BP 的概率也提高至 30%。

三大原油市场报告认为当前全球原油市场供应状况没有发生较大变化。OPEC7 月月报认为, 石油市场供应短缺的状况并未得到缓解, 虽然 OPEC 6 月增产, 但其总产量仍远低于协议量, 由于一些 OPEC 成员国对油田的投资不足以及俄罗斯产量下降, 未来几个月内 OPEC+ 的石油增产将一直低于目标。IEA 总干事周二认为, 就深度和复杂性而言, 世界从未经历过如此重大的能源危机, 当前情景类似于 1970 年代的石油危机, 欧洲和其他地区的油气供应安全面临不小的挑战。EIA 最近能源展望报告预计的 2022 年布伦特、WTI 原油和汽油价格均低于此前预测值。

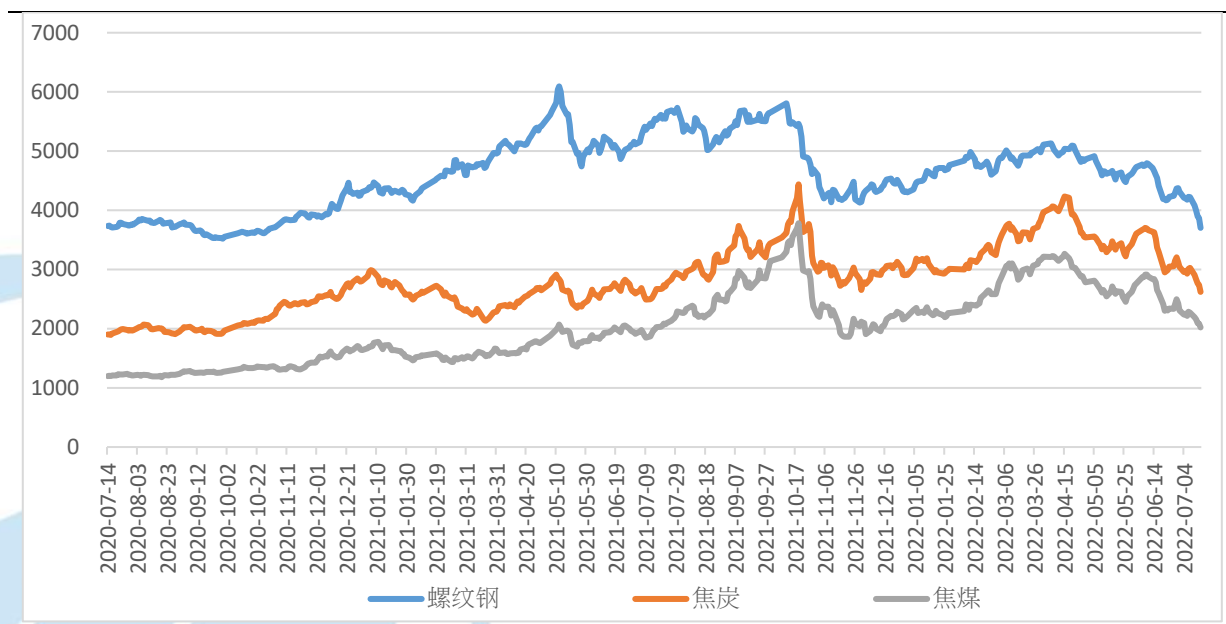
尽管短期油价易跌难涨, 但仍有反弹需求, 中长期则趋于下行。一方面, 全球经济增长有减缓趋势, 中国经济 6 月数据表明出现边际改善, 但仍不稳固, 且欧美经济在高通胀和加速加息下放缓概率增大, 市场交易逻辑已开始从美联储加息转向经济放缓, 这或将进一步导致国际油价回落。不过另一方面, OPEC+ 维持稳定的增产计划, 全球原油市场仍维持紧平衡状态, 且美国总统此次中东行并没有取得较大进展, 说明 OPEC 主要产油国并没有意外增产计划, 这也会给油价提供一定支撑, 短期我们认为油价连续下跌后可能有反弹需求。但中长期看, 未来全球经济增长大概率放缓将影响原油总体需求, 叠加越来越多国家制定“碳达峰”“碳中和”目标, 未来太阳能、风能、核能等绿色能源将逐渐替代原油等传统能源, 原油需求将趋于下降, 从而带动油价长期下行。

3.4 黑色产业链分析: 基本面及国际大宗商品大幅回落下, 黑色系商品价格再次出现暴跌

周五, 螺纹钢期货主力合约结算价较上周五环比每吨暴跌 516 元, 收报于 3704 元/吨, 跌幅 12.23%; 焦炭价格每吨暴跌 405 元, 收报于 2623.5 元/吨, 跌幅 13.37%; 焦煤价格每吨暴跌 246.5 元, 收报于 2023.5 元/吨,

跌幅 10.86%。

图 20: 本周黑色系商品价格出现暴跌 (元/吨)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

经济数据不乐观, 房地产行业整体低迷, 下游需求仍未显露出改善迹象, 螺纹钢价格再次加速下跌。上游铁矿石价格仍处在高位, 钢厂利润继续承压, 导致本周长流程和短流程产量延续下降, 铁水产量随之下降, 钢材成本支撑转弱。本周公布的宏观总量数据边际上虽有所改善, 但二季度整体数据仍显得较弱, 且房地产主要相关数据跌幅仍较大, 基本上对螺纹钢价格仍不利。未来需关注需求回暖情况, 预计钢价仍将承压运行。

利润大减或亏损导致钢厂被动减产, 使得对焦炭焦煤需求疲软, 叠加国际大宗商品价格回落导致交投情绪不高, 双焦价格也出现暴跌。下游钢厂铁水产量环比下降, 对焦炭的需求仍偏弱, 并进一步向前端挤压焦化厂利润, 虽然上游焦煤加速跟跌, 使得焦厂利润有所修复, 但亏损仍然较为普遍, 焦炭供应出现阶段性收紧。整体看, 近期市场交投情绪不高, 无论从基本面还是技术上, 价格已跌破主要趋势线, 更加偏空, 预计双焦期价大概率将随钢价一起回落。

3.5 人民币兑美元汇率分析: 美国通胀持续走高, 美联储官员强化加息 75BP 预期, 人民币兑美元贬值

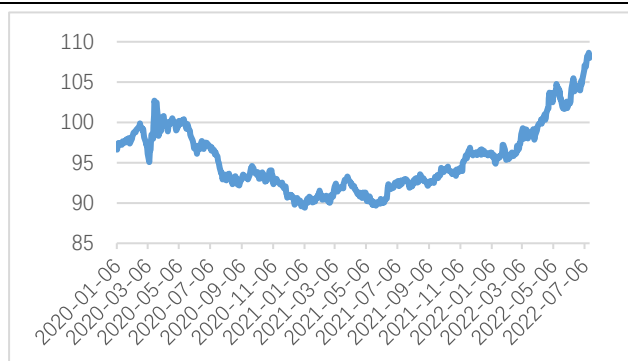
本周, 人民币兑美元汇率中间价报 6.7503, 较上周上涨 0.60%。即期汇率报 6.7670, 较上周下跌 0.92%, 美元指数报 107.9817, 本周上涨 1.0866。

本周美元指数上行较为明显。本周公布的美国 CPI 及 PPI 数据均超预期, 美国 6 月份 CPI 同比增 9.1%, 预期增 8.8, 6 月份同比增 11.2%, 预期增 10.7%。数据公布后美元指数大幅走高, 市场预期美联储 7 月份加息 75BP 以上的概率为 100%, 并且部分分析人士认为美联储本次会议可能加息 100BP。但随后本周发言的官员多数称支持 7 月份加息 75BP, 甚至美联储鹰派上限布拉德也称目前不支持加息 100BP, 美联储官员发言一定程度上减缓了美元指数的上行趋势。此外本周意大利总理辞职, 受此影响欧元一度走弱, 也带动美元指数相应波动。受美元指数走高影响, 本周人民币兑美元汇率贬值。

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走高后，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 21: 人民币兑美元汇率中间价下跌


资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

图 22: 美元指数上涨


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



近期大类资产配置建议

大类资产	分项	配置	策略
权益	价值	标配	由于近年来外资及机构在 A 股市场中逐渐获得资产定价能力，成长风格边际获得溢价。而价值风格的超卖接近历史极值，性价比较高。地方债发行放量，社融有望企稳反弹，利率阶段性上行将压制成长溢价。同时我们认为在企业盈利下行的环境中，高位成长股与低位价值股有望迎来剪刀差的修复。建议标配价值。
	成长	超配	2022 年外部面临美国减债以及全球流动性的拐点，国内高估值成长股难以独善其身；同时在国内宏观经济全面见顶后，中小成长高弹性板块性价比有所下降。短期估值水平过高带来阶段性估值压力风险，短期存在一定估值透支成长；IPO 和再融资延续高速发行，也使得股票供给面存在压力。维持标配，建议重点关注估值合理、内生增长强劲的企业。
	金融	标配	由于 2021 年房地产行业密集“暴雷”，连带市场恐慌情绪爆发，金融板块因此被系统性的杀估值，当前估值处于历史低位水平，银行、保险、地产表现较差。年底政治局会议对房地产方面做出的积极表述，预计地产、银行、保险将边际迎来边际修复的行情；同时，国内金融开发持续推进，资本市场改革不断深入，直接融资比重持续提升，券商长期收益，而 2021 年券商在利润正增长的情况下录的副收益，预计 2022 年同样存在估值修复的行情。考虑到资产质量方面的担忧，短期调整为标配。重点券商板块中资产管理规模占比较大的企业。
	科技	超配	科技行业作为我国转型升级重要的产业方向，长期具备各项政策和资本市场的战略支持。在当下重要的 5G、人工智能、国产芯半导体等产业突破期，具备硬实力科技公司有望进入超预期的景气周期。考虑到 2022 年宏观经济与企业盈利进入下行周期，政府大概率会逆周期调节，而以工业互联网、大数据中心、特高压、充电桩等新基建领域将成为重要政策重要抓手。科技创新凭借自身赛道高成长足以抹掉宏观下行压力，维持超配。建议在估值水平回落后增加配置，重点关注真正具备核心技术实力的硬核科技公司。
	消费	超配	纵观海内外，大消费的长期增长是随着人民追求美好生活的追求高度相关，消费在 GDP 中的占比逐渐扩大。随着国民收入的提升，购买力陆续释放，大消费具备广阔前景。



			近年来，中央政治局提出“国内外双循环”，中国 14 亿人口总量为大消费提供巨大的内生市场，内需消费和服务成为国内经济增长的核心驱动力。微观来看，消费行业具备格局稳定，客户粘性强及现金流优质等优良的商业模式。随着 2022 年 PPI-CPI 剪刀差的收敛，上游原材料的回落有望改善下游消费品的利润率，同时在外围市场的剧烈波动下，必选消费具有“进可攻，退可守”的优势，建议超配。
固收	短端利率债	标配	部分大宗商品价格下行，通胀压力有所缓解，进一步宽货币预期影响下债券收益率已提前下行，但经济转暖信号已现，宽信用未来有望跟随宽货币发力，未来利率走势存不确定性，配置价值有所增加。
	长端利率债	低配	市场降息预期较强，而 12 月份 PMI 等数据已经开始释放基本面转暖信号。目前宽货币已大幅领先宽信用，若后续降息落地，债市可能实现本轮周期最后一涨。长端利率继续下行的空间和动能有限，存在一定的向上调整风险。
	城投债	标配	稳增长诉求下财政政策发力尤其是基建托底经济作用凸显，城投作为基建、保障房、乡村振兴、城市更新项目的重要参与者，短期地位难以撼动，承担重大项目、建设职能突出的核心平台相较于业务边缘、定位模糊的非主平台安全性更高。隐债严控、平台融资约束难言放松，需把控久期、资质和品种。
	产业债	超配	三季度多数行业经营改善，不同行业间现金流、杠杆率分化增大。中央经济会议明确煤炭基础能源地位，煤炭行业长协基准价上调，预计 2022 年煤价将维持在相对较高的水平，煤企盈利空间有一定保障。钢铁行业集中度距离目标值仍较低，关注钢企兼并重组提速中的投资机会。地产债持续分化，风险出清将持续，关注发展稳健、信用资质良好的央企国企。
	可转债	标配	2022 年企业盈利增速大概率下行、流动性将保持中性偏宽松，整体上仍然以结构性行情为主，结合政治局会议相关表述，行情可能会在稳增长和顺科技两条主线中演绎。转债层面，参与节奏上，短期可以适当转向防守，待估值有所压缩之后再行大范围参与。建议投资者后续关注以下方向：(1) 景气行业布局，从行业配置角度，可抓住困境反转和高景气延续两个方向，困境反转方面，一是关注原材料价格回落带来的中游制造、汽车零部件等板块的毛利率修复，二是关注 PPI-CPI 剪刀差收敛大主题下的消费和生猪养殖板块转债。高景气延续可关注绿电、新能源汽车、专精特新等主题；(2)



			稳增长下的银行板块转债和基建类转债；(3) 低价转债。可关注正股波动率较高的和具备一定主题的低价转债；此外，关注转股溢价率较高的医药行业低价转债，或下有修机会； (4) 流动性驱动下的券商、军工类转债。
商品	黑色产业链	超配	在未来数年的新旧能源转换期，“青黄不接”导致的传统能源油、气、煤、电价格高位和高波动是持续值得关注的投资主题。
	原油	标配	2022年，原油供给恢复速度预计强于需求，或将产生供过于求的局面，原油价格预计会有一定的回落。
	黄金	低配	美债实际利率或重启升势将成为压制黄金走势的主因，Taper 触发美元流动性拐点将引发金价回调。

AVIC

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。

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