

金融市场分析周报:

(2022.07.18-2022.07.22)

报告摘要

- **资金面分析:** 缴税走款期间央行小幅净投放, 资金市场维持平稳; 下周政府债大额到期, 预计跨月资金面波动有限。本周央行公开市场累计进行了 280 亿元逆回购操作, 本周央行公开市场共有 150 亿元逆回购到期, 本周央行公开市场净投放 130 亿元。缴税走款期间资金面维持平稳。本周国务院总理李克强强调, 宏观政策既精准有力又合理适度, 不会为过高增长目标而出台超大规模刺激措施。当前资金面抗冲击性仍较强, 叠加下周政府债大量到期释放流动性, 虽然下周部分期限资金开始跨月, 但预计资金面整体波动有限。
- **利率债:** 博弈经济下修预期, 警惕资金面边际变化, 5 年 LPR 仍有下降空间, 同时下周美联储公布 7 月利率决议, 基本面及消息面交织, 债市收益率仍旧维持震荡。市场对 OMO 规模波动的态度已不如之前敏感, 减少了过度解读, OMO 规模虽然重要, 但资金的供需体现为价格, 警惕资金面的边际变化对债市带来的影响。LPR 预期内未调, 但 5 年 LPR 仍有空间, 随着长端 LPR 下调预期升高, 宽信用将对利率中枢进一步下行施加压力。预计 10 年国债利率仍然是窄幅区间波动的格局。
- **可转债:** 权益市场延续震荡调整、三大指数走势分化, 可转债超七成录得上涨行情, 关注消费、高景气赛道、基本面优质、估值合理的龙头标的。本周国内疫情多点散发、多地频发, 经济预期有所弱化, 欧洲央行超预期加息 50bp, A 股面临内外部扰动, 转债表现出较强韧性, 关注消费、高景气赛道、基本面优质、估值合理的龙头标的。

主要数据

上证指数	3269.9739
沪深 300	4238.2341
深证成指	12394.0221

主要指数走势图



作者

符旻 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

欧美央行货币政策陷入通胀与经济的两难 — 2022-07-24
金融市场分析周报:市场风险偏好回落, 债市表现强劲 — 2022-07-19
涉过险滩, 全年经济预计“√”型增长 — 2022-07-17

- **权益市场：沪指冲高回落，TMT 逆势崛起。**本周沪指小幅上涨，沪强深弱，北向资金流出 36.37 亿，上证综指最终报收 3269.97 点。社融改善消费回暖，经济进入复苏周期；国家云概念出台，关注云计算产业链投资机会；维斯塔斯碳梁专利到期，关注风电叶片及上游纤维材料投资机会；推动农业农村基础设施建设，助力乡村振兴。展望后市，虽然当前美债利率对 A 股的压制已逐渐减弱，但是国内又出现了部分利空因素。一方面，七月以来国内部分地区疫情又出现了一定的反复；另一方面，近期在地产断供潮的影响下，停贷风波导致投资者对楼市将在短期复苏的希望减退。市场层面，回看近 3 个月市场的表现，以成长股反弹为首的 A 股已反弹了超过两个月，反弹幅度超过了 20%，存在一定的回调需求。另外，随着美联储加息在即，近期外资开始流出，前期资金面支撑 A 股反弹的动力有所减弱。短期内在外资流出、局部疫情以及地产事件的影响下市场上涨动力可能会有所不足，大概率会延续震荡的趋势，以结构性机会为主。
- **黄金：欧央行超预期加息及对美经济衰退的担忧引发金价反弹。**本周，金价在连续五周下跌后触底反弹，并重回 1700 美元上方，两大国际金价均涨超 1%，主要是因为欧洲央行意外宣布大幅加息后，欧元兑美元上涨，美元指数下跌，给金价提供反弹动力。7 月国际油价明显回落，国际通胀压力缓解，下周美联储议息会议大概率继续加息 75BP，美元升值动力减弱，黄金的配置价值将凸显，同时欧美经济衰退可能性增大也推高避险黄金的需求。
- **原油：欧美对俄原油实行新制裁推动布伦特油价上涨，但美国经济可能衰退导致的需求不足使得美油价下跌。**本周国际两大油价结束两连阴，但反弹力度较弱，布伦特原油上涨 2%，而美油仍下跌近 3%，主要是美国国内汽油需求不足。短期油价预计将窄幅震荡，大涨大跌的可能性均不大，一方面，中国宏观数据及欧美 PMI 数据显示高通胀和加息下，全球经济增长动能减弱，市场交易逻辑已开始从美联储加息转向经济增速的放缓上，这不利于油价，但另一方面，OPEC+ 坚持十分稳定的生产计划，全球原油市场整体仍维持紧平衡状态，也给油价提供一定支撑。

- **黑色产业链：经济数据边际好转推动螺纹钢价格反弹，但双焦价格仍处于下跌通道中。** 尽管房地产等行业的多项指标同比仍下降，但宏观数据已经出现明显边际改善，提振了市场信心，导致其价格连续大跌后有所反弹。但处于上游的焦炭焦煤价格仍受到下游需求不足的拖累，叠加国际大宗商品价格普遍回落，双焦价格继续下跌，其中焦煤价格跌幅较大。近期黑色市场交投情绪均不高，无论从基本面还是技术面，其价格均已跌破主要趋势线，总体倾向偏空。
- **人民币兑美元汇率分析：欧洲央行意外加息 50BP，美元指数相应走弱，人民币兑美元汇率持续波动。** 本周美元指数下行。一方面上周公布的美股 6 月份通胀数据再次超预期，美元指数一度走高，本周美元指数有所回落；一方面本周欧洲央行货币政策会议召开，此前多位欧洲央行官员发言，称本次会议降开始加息，随本周会议临近，欧元有所走强，美元指数相应走低。本周会议上欧洲央行意外加息 50BP，决议公布后美元指数短时间走弱。人民币兑美元汇率本周基本持平。

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	5
1.1 每周要闻	5
二、 固定收益市场分析	5
2.1 资金面分析：缴税走款期间央行小幅净投放，资金市场维持平稳； 下周政府债大额到期，预计跨月资金面波动有限	5
2.2 利率债走势分析：利好整体多于利空，本周下降后小幅反弹	7
2.3 存单信用债分析：存单、信用债发行量均环比增长、净融资额延续 负数，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	8
2.4 可转债分析：权益市场延续震荡调整、三大指数走势分化，可转债 超七成录得上涨行情，关注消费、高景气赛道、基本面优质、估值合理 的龙头标的	10
三、 主要资产价格分析	11
3.1 权益市场分析：沪指冲高回落，TMT 逆势崛起	11
3.2 黄金市场分析：欧央行超预期加息及对美经济衰退的担忧引发金价 反弹	14
3.3 原油市场分析：欧美对俄原油实行新制裁推动布伦特油价上涨，但 美国经济可能衰退导致的需求不足使得美油价下跌	15
3.4 黑色产业链分析：经济数据边际好转推动螺纹钢价格反弹，但双焦 价格仍处于下跌状态	16
3.5 人民币兑美元汇率分析：欧洲央行意外加息 50BP，美元指数相应 走弱，人民币兑美元汇率持续波动	17

一、 本周重点经济数据分析

1.1 每周要闻

1、 国务院常务会议部署持续扩大有效需求政策举措， 增强经济恢复发展拉动力

据央视新闻， 国务院领导人主持召开国务院常务会议， 部署持续扩大有效需求的政策举措， 增强经济恢复发展拉动力。 会议指出， 我国经济正处于企稳回升关键窗口， 三季度至关重要。 要贯彻党中央、 国务院部署， 高效统筹疫情防控和经济社会发展， 推动稳经济一揽子政策进一步生效， 下大力气巩固经济恢复基础， 着力稳定宏观经济大盘， 保持经济运行在合理区间， 优先保障稳就业稳物价目标实现。

2、 国务院： 不会为过高增长目标而出台超大规模刺激措施

国务院领导人出席世界经济论坛全球企业家视频特别对话会强调， 将保持宏观政策连续性针对性， 继续着力帮扶市场主体纾解困难， 留住经济发展的“青山”。 宏观政策既精准有力又合理适度， 不会为过高增长目标而出台超大规模刺激措施、 超发货币、 预支未来。 要坚持实事求是、 尽力而为， 争取全年经济发展达到较好水平。 稳增长一揽子政策措施还有相当大发挥效能的空间， 增值税留抵退税上半年已超过 1.8 万亿元， 政策持续实施将进一步扩大实际退税规模； 地方政府专项债的实际使用， 新出台的政策性、 开发性金融工具的运用， 将会形成有效投资更多实物工作量并拉动就业和消费。

3、 欧洲央行超预期加息 50 个基点， 为 11 年来首次加息

欧洲央行意外将主要再融资利率上调 50 个基点至 0.5%， 将存款利率和贷款利率分别上调 50 个基点至 0% 和 0.75%， 市场预期均为上调 25 个基点。 欧洲央行行长拉加德表示， 所有欧元区国家都有资格申请传导保护工具（TPI）， TPI 将帮助欧洲央行履行稳定物价使命。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析： 缴税走款期间央行小幅净投放， 资金市场维持平稳； 下周政府债大额到期， 预计跨月资金面波动有限

1) 央行的公开市场操作： 本周央行公开市场净投放 130 亿元

本周央行公开市场累计进行了 280 亿元逆回购操作， 本周央行公开市场共有 150 亿元逆回购到期， 本周央行公开市场净投放 130 亿元。 下周央行公开市场将有 280 亿元逆回购到期， 其中周一至周五分别到期 120 亿元、 70 亿元、 30 亿元、 30 亿元、 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	120	70	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	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	90	40	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：缴税走款期间资金面维持平稳。本周缴税走款，央行于周一周二逆回购小幅净投放，资金市场整体维持平稳，隔夜利率中枢于前半周小幅上行，后半周再次回落。本周五银行间回购利率 R001 加权平均降至 1.2672%，R007 加权平均降至 1.5669%；交易所回购利率 GC001 加权平均降至 1.6350%，GC007 加权平均降至 1.7340%。

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	1.2956	1.3297	1.3558	1.3293	1.2672
	R007	1.6355	1.6251	1.6275	1.6209	1.5669
	R014	1.8586	1.8213	1.8268	1.7980	1.7770
	R021	1.9255	1.9380	2.0426	1.9806	1.9787
	R1M	2.0262	1.9889	1.9487	2.0712	1.8737
上交所协议回购	206001	3.5210	3.5270	3.3720	3.6100	
	206007	3.4390	3.8740	3.9320	3.8600	4.0380
	206014	5.1040	4.7270	4.8350	4.3240	5.5530
	206021	5.0670	5.1000	5.4660	5.0630	5.5760
	206030	6.1960	6.1340	5.9520	5.7550	5.5170
利率互换定盘：1Y	FR007	2.0808	2.0875	2.0793	2.0574	2.0743

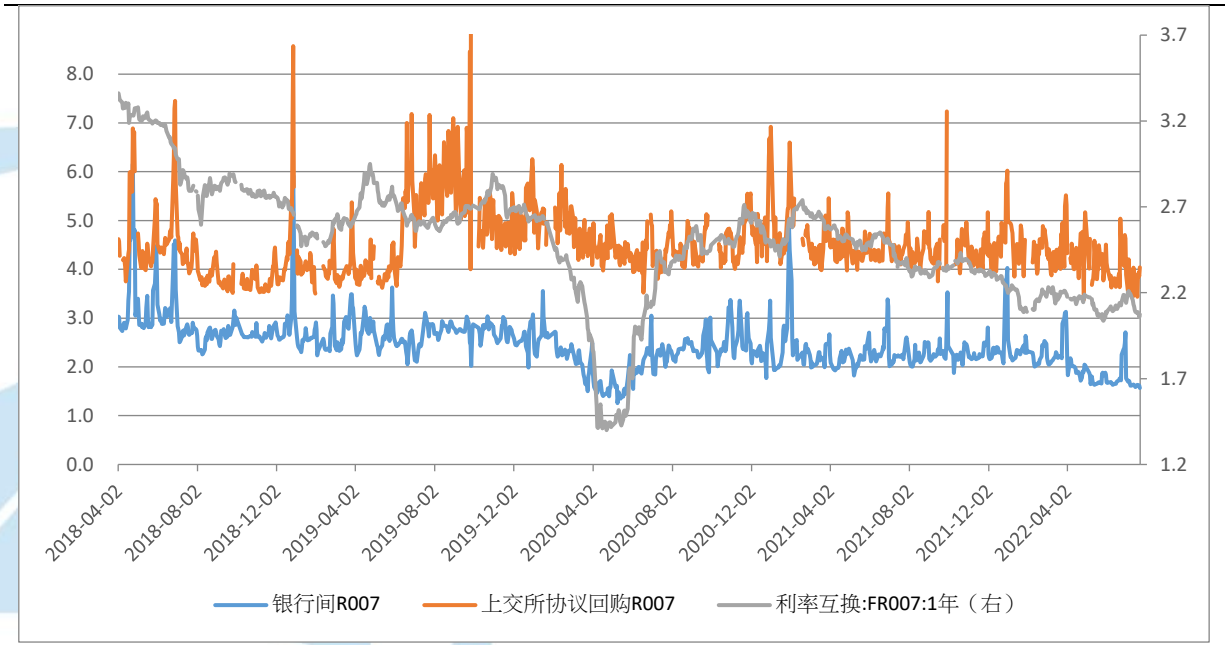
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2) 资金面的展望：政府债大额到期，预计跨月资金面波动有限

本周国务院总理李克强强调，宏观政策既精准有力又合理适度，不会为过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来。近期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。整体来看，后续货币政策进一步宽松的空间有限，但经济复苏仍需政策支持，资金面快速收紧的可能性也有限。

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负八千余亿元。整体来看，当前资金面抗冲击性仍较强，叠加下周政府债大量到期释放流动性，虽然下周部分期限资金开始跨月，但预计资金面整体波动有限。

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

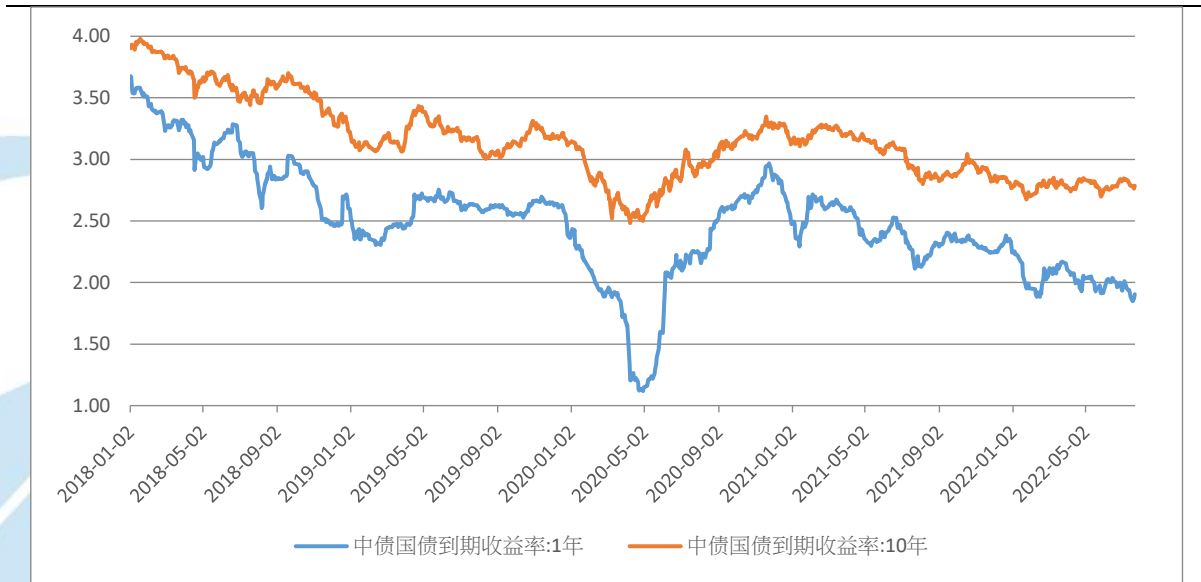
2.2 利率债走势分析：利好整体多于利空，本周下降后小幅反弹

1) 利率债走势复盘：

本周，央行进行小额净投放，LPR 维持不变，总理对经济及刺激政策做出指示，债市较为强势。周初实现 130 亿净投放，本周后三天对 30 亿进行等额的续做，资金面依旧宽松，利率债下行后小幅反弹。周一，央行开展 120 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.10%，当日 30 亿元逆回购到期，当日净投放 90 亿元，利率债延续上周下降趋势，国债及国开各期限均小幅下行；周二，央行展 70 亿元 7 天期逆回购操作，当日 30 亿元逆回购到期，当日净投放 40 亿元，工信部新闻发言人田玉龙表示，认真研究免征新能源汽车购置税延期的问题。汽车作为今年经济复苏领头行业，相关政策出台对下半年经济稳增长意义重大，当日有所回调，小幅上行；周三，央行开展 30 亿元 7 天期逆回购操作，当日 30 亿元逆回购到期，零投放，OMO 操作重回 30 亿，市场淡化量的变化。今日 7 月 LPR 报价维持不变，符合预期，若下调 5 年期 LPR 助力宽信用，则产生利空，但需注意 5 年期 LPR 仍有下降空间。农业农村部表示目前，生猪产能处于正常合理水平，将适时采取针对性调节措施，保持生猪产能稳定在合理区间，生猪价格的上涨可以有所缓和，CPI 上行压力较小。综合来看，驱动收益率大幅下行；周四，央行开展 30 亿元 7 天期逆回购操作，当日 30 亿元逆回购到期，对冲到期量，消息面较为平静，收益率再次下行；周五，央行开展 30 亿元逆回购操作，当日 30 亿逆回购到期，零投放，下周举行政治局会议、PMI 数据公布、美联储 7 月利率决议公布以及美国核心 PCE 公布，消息面具有一定的不确定性，有波段止盈趋势，收益

率上行。本周 10 年国债活跃券 220010 由 2.7850% 累计下行 0.25bp 至 2.7825%，10 年国开活跃券 220210 由 3.0525% 累计下行 1.0bp 至 3.0425%。

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：博弈经济下修预期，警惕资金面边际变化，5 年 LPR 仍有下降空间，同时下周美联储公布 7 月利率决议，基本面及消息面交织，债市收益率仍旧维持震荡

总理在世界经济论坛强调，不会为过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来。随着上半年的低预期经济数据消化，疫情反复以及海外整体的衰退预期也令市场对经济增长预期弱化，总理表示要坚持实事求是、尽力而为，争取全年经济发展达到较好水平，市场逐步交易低经济目标预期。无更多增量政策的情况下，“不超发货币”为市场降温，未来政策将继续围绕稳增长展开，债市收益率仍旧维持震荡。

OMO 规模方面持续波动，100—30—120—70—30，操作不必过度解读，“量”的博弈已过，关注价格。市场对此波动的态度已不如之前敏感，减少了过度解读，OMO 规模虽然重要，但资金的供需体现为价格，目前利率处于低位，若后续经济进一步恢复，央行将会逐步引导 DR007 中枢上行。关注后续央行公开市场操作，如果持续缩量，则央行引导资金面回归常态宽松的信号会更为明显。警惕资金面的边际变化对债市带来的影响。

LPR 未变，但 5 年 LPR 仍有空间，后续关注长长期 LPR。6 月社融数据已显示信贷有所改善，票据减少，中长期贷款有所提升，暂时不需要调降长期 LPR 刺激信贷，符合市场预期。但目前社融数据波动较大，6 月数据有一定的短期因素扰动，未来持续性存疑。海外持续超预期加息的背景下，通过调整长端 LPR 利率可以达到降低实体融资成本，为工具箱中降息降准留出空间，避免流动性提前过度充裕。随着长端 LPR 下调预期升高，宽信用将对利率中枢进一步下行施加压力。

2.3 存单信用债分析：存单、信用债发行量均环比增长、净融资额延续负数，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、信用债发行量均环比增长、净融资额延续负数

同业存单方面，本周同业存单发行量约 4,263.30 亿元，环比增长 7.08%，偿还量约 6,391.70 亿元，环比增长 40.44%，净融资额延续负数，为-2,128.40 亿元。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 4.46bp 报 1.5895%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 1.16bp 报 1.9542%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 5.96bp 报 2.0573%，9M 存单平均发行利率较上周下行 15.99bp 报 2.1187%。

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 2,434.94 亿元，环比增长 6.06%，偿还量约 2,998.57 亿元，环比增长 27.53%，净融资额延续负数，为-563.63 亿元。

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 7.54~8.54bp，3 年期各评级信用债收益率下行 5.67~8.67bp，5 年期各评级信用债收益率下行 3.91~8.91bp。

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	2.2170	1.60%	-7.54
信用债(AAA):3 年	2.7550	1.60%	-6.66
信用债(AAA):5 年	3.1376	1.70%	-8.91
信用债(AA+):1 年	2.3345	1.60%	-8.54
信用债(AA+):3 年	2.9234	1.50%	-8.67
信用债(AA+):5 年	3.3968	2.50%	-4.91
信用债(AA):1 年	2.4445	0.80%	-7.54
信用债(AA):3 年	3.2034	1.60%	-5.67
信用债(AA):5 年	3.8768	4.60%	-6.63

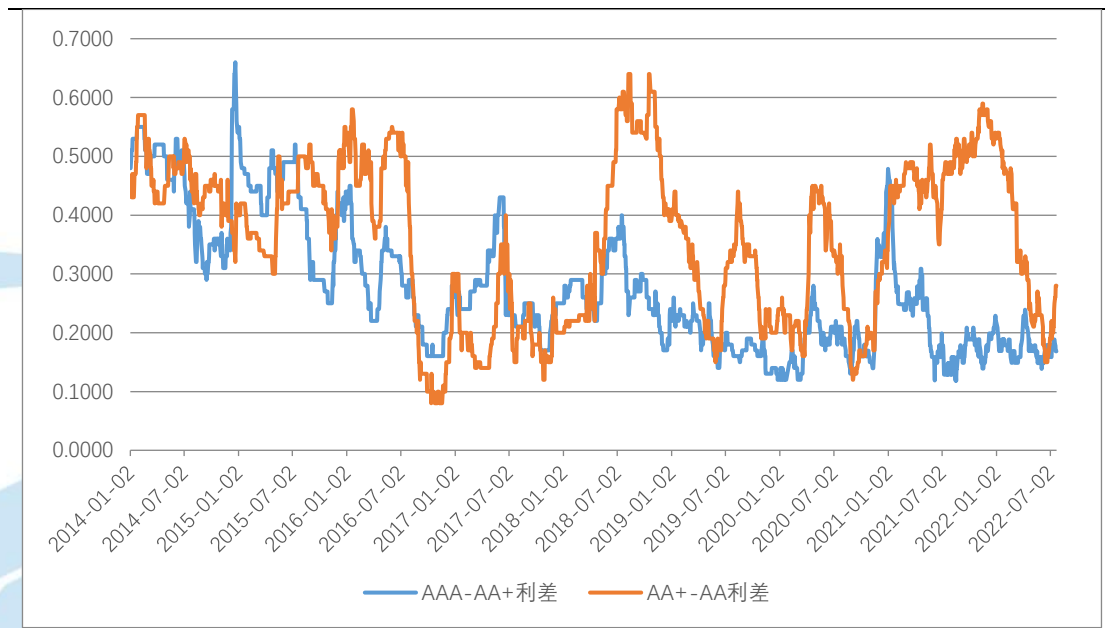
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

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，各期限及各评级信用债收益率下行幅度均大于国开债、信用利差全面压缩，1 年期各评级信用利差收窄 6.45~7.45bp，3 年期各评级信用利差收窄 3.17~6.17bp，5 年期各评级信用利差收窄 2.29~7.29bp。

期限利差方面，高评级信用债收益率长端下行幅度最大、短端次之、中端最小，AAA 级 3Y-1Y 利差走阔 0.88bp，5Y-3Y 利差收窄 2.25bp；AA+级信用债收益率下行幅度中端>短端>长端，3Y-1Y 利差收窄 0.13bp，5Y-3Y 利差走阔 3.76bp，AA 级 3Y-1Y、5Y-3Y 利差利差分别走阔 1.87bp、1.76bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差收窄 2bp 至 17bp，AA 与 AA+之间的利差走阔 3bp 至 28bp。

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

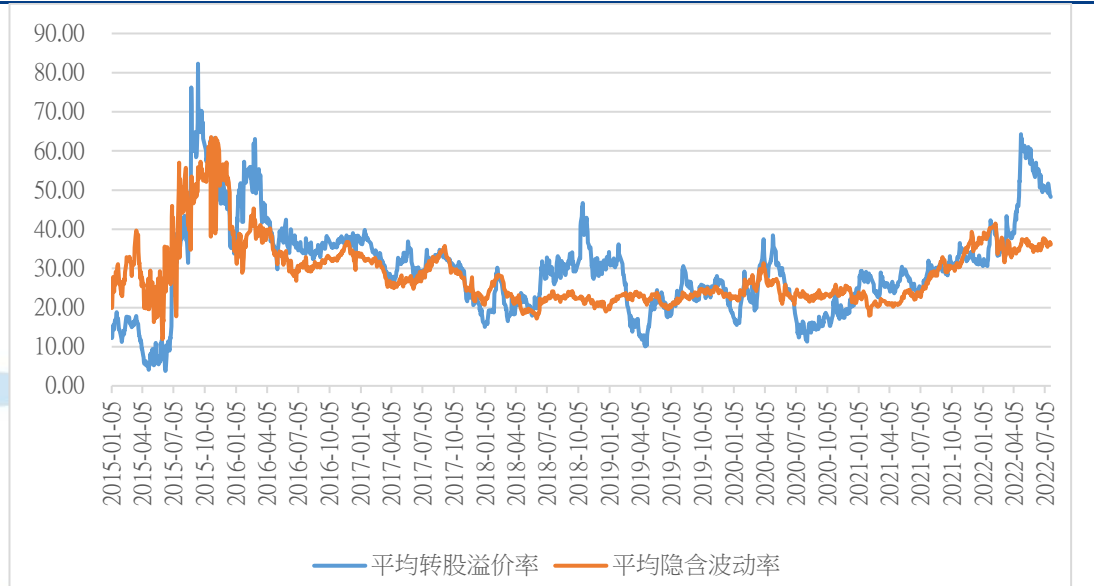
2.4 可转债分析：权益市场延续震荡调整、三大指数走势分化，可转债超七成录得上涨行情，关注消费、高景气赛道、基本面优质、估值合理的龙头标的

1) 可转债走势复盘：权益市场延续震荡调整、三大指数走势分化，可转债超七成录得上涨行情

本周权益市场延续震荡调整、三大指数走势分化，上证指数本周收于 3269.97 上涨 1.30%，深证成指本周下跌 0.14%，创业板指本周下跌 0.84%，中小 100 本周下跌 1.11%。转债抗跌属性凸显、指数全面收涨，上证转债上涨 0.35%至 360.85，深证转债上涨 0.92%至 314.47，中证转债上涨 0.56%至 418.45，其中超七成转债录得上涨行情，三超转债、祥鑫转债、台华转债、今飞转债、斯莱转债等领涨，小康转债、石英转债、华锐转债、同和转债、鹏辉转债等领跌。一级方面，本周伟 22 转债、润禾转债、芯海转债、恒逸转 2、英力转债、松霖转债、高测转债 7 只转债发行，华锐转债、海优转债、丰山转债、康医转债、九强转债、天业转债 6 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、隐含波动率分别下行 3.43pct、0.09 pct，处于 2015 年以来 91%、85%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：关注消费、高景气赛道、基本面优质、估值合理的龙头标的

本周国内疫情多点散发、多地频发，中央表态“不会为过高增长目标而出台超大规模刺激措施”，经济预期有所弱化，欧元区通胀居高不下、欧洲央行超预期加息 50bp，海外衰退风险加剧、外资风险偏好波动加大，A 股面临内外部扰动，市场情绪谨慎、成交延续回落，转债估值有所压缩、表现出较强韧性，配置中可考虑以下方向：1) 国常会明确消费与民生息息相关，仍应成为经济主拉动力，要支持金融机构对受疫情影响的个人消费贷款采取更灵活安排，近期多地派发新一轮消费券，政策支持下消费复苏趋势相对确定，可提前布局反转行情；2) 光伏、储能、新能源汽车等高景气赛道盈利能力强、业绩增速高，赚钱效应有望延续，回调或是机会；3) 市场震荡过程中行业轮动加快，基本面优质、估值合理的龙头标的可能具备更强防御能力。

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：沪指冲高回落，TMT 逆势崛起

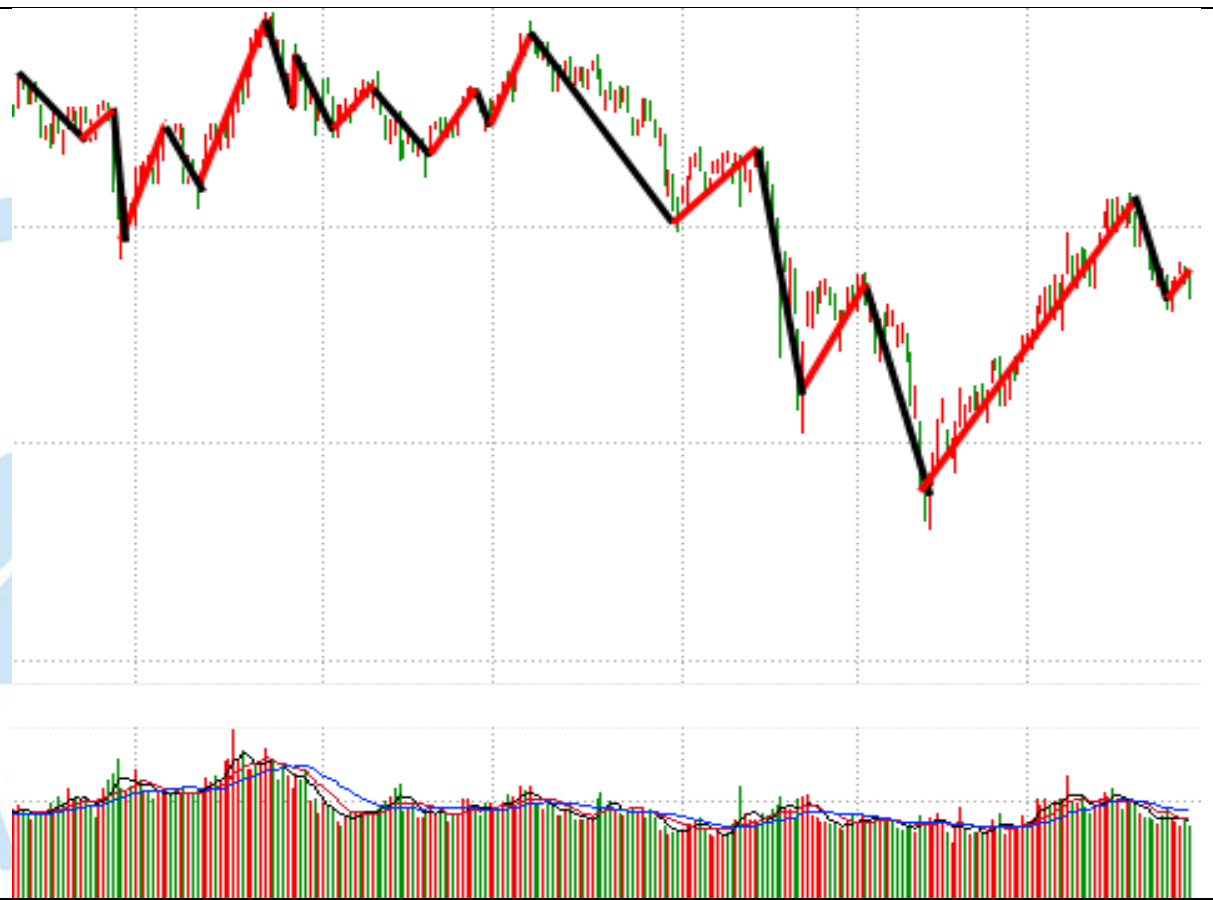
1) 权益市场走势复盘：股指先扬后抑，3250 点形强支撑。

上证综指最终报收 3269.97 点，本周上涨 1.30%。同期深证成指下跌 0.14%，创业板下跌 0.84%。量能方面，沪指环比缩量，分歧较大。盘面方面，TMT 板块表现较强，半导体、计算机、传媒、通信领涨。本周先扬后抑，前期滞涨的 TMT 板块强势崛起，资金高切低效应明显。北上资金大幅小幅，本周合计流出 36.37 亿元。本周价值强于成长，其中上证 50 上涨 0.32%，沪深 300 下跌 0.24%，中证 500 上涨 1.50%，创业板 50 下跌 1.11%，国证 2000 上涨 3.59%。茅指数下跌 0.74%，宁组合下跌 1.56%。本周创业板回调，权重股逆势上涨。

本周五个交易日，30 个中信一级行业 24 个行业实现上涨，其中传媒、计算机、机械分实现上涨 5.05%、4.98%、4.22%。6 个行业下跌，其中农林牧渔、煤炭、电力设备及新能源分别下跌 1.59%、1.35%、0.85%。总体来看，

本周行业涨多跌少，而市场缺乏明确的主线，本周涨幅较高的板块实质上为年初以来区间内领跌的板块。

图 5: A 股反弹后回落, 后市或将震荡



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 1.95%, 报 31899.2900 点, 纳指本周上涨 3.33%, 报 11834.1100 点, 标普 500 指数本周上涨 2.55%, 报 3961.6300 点。

自上周下跌后, 本周美国三大股指整体反弹。随上周美国 6 月份通胀数据超预期, 美国三大股指一度大幅下行, 本周市场情绪有所回暖, 美联储官员在公开场合发表的言论也为显现进一步的鹰派, 本周美股三大股指整体呈现上行趋势。此外本周公布的美国宏观数据整体较为悲观, 一度对市场造成打压。本周美国多数行业反弹, 其中可选消费、材料、工业等行业涨幅较为明显, 通信设备行业表现垫底。

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: 沪指冲高回落, TMT 逆势崛起。

社融改善消费回暖, 经济进入复苏周期。中国 6 月社会融资规模增量为 5.17 万亿元, 整体超预期。主要由人民币贷款和政府债券拉动, 其中政府债券同比增长较大。消费方面, 6 月我国社会消费品零售总额 38742 亿元, 比去年同期增加 1156.2 亿元, 同比增长 3.1%, 增速回正。我们认为, 国内经济复苏消费好转, 建议关注大消费板块的投资机会。

国家云概念出台, 关注云计算产业链投资机会。7 月 12 日, 国务院国资委召开中央企业神华专业化整合工作推进会, 其中提到中国电信引入多家中央企业战略投资者打造国家云公司, “天翼云是全球最大的电信运营商云, 作为国家云的架构基本成型”。中国企业上云需求增加, 上云成本阻碍数字化步伐。本次合作深化央企合作, 引领中国数字化转型步伐, 云赋能千行百业发展, 行业上云需求旺盛。建议持续关注云计算产业链的投资机会。

维斯塔斯碳梁专利到期, 关注风电叶片及上游纤维材料投资机会。7 月 19 日, 全球风电巨头维斯塔斯碳梁专利正式到期, 距离首次在丹麦申请专利已经过去 21 年, 距离在欧洲等地申请专利已经过去 20 年。此后国内叶片及复材企业将能够运用拉挤工艺大批量生产碳梁, 用于大型化风电叶片制造。建议关注风电叶片产业链中碳纤维、玻纤、叶片环节的投资机会。

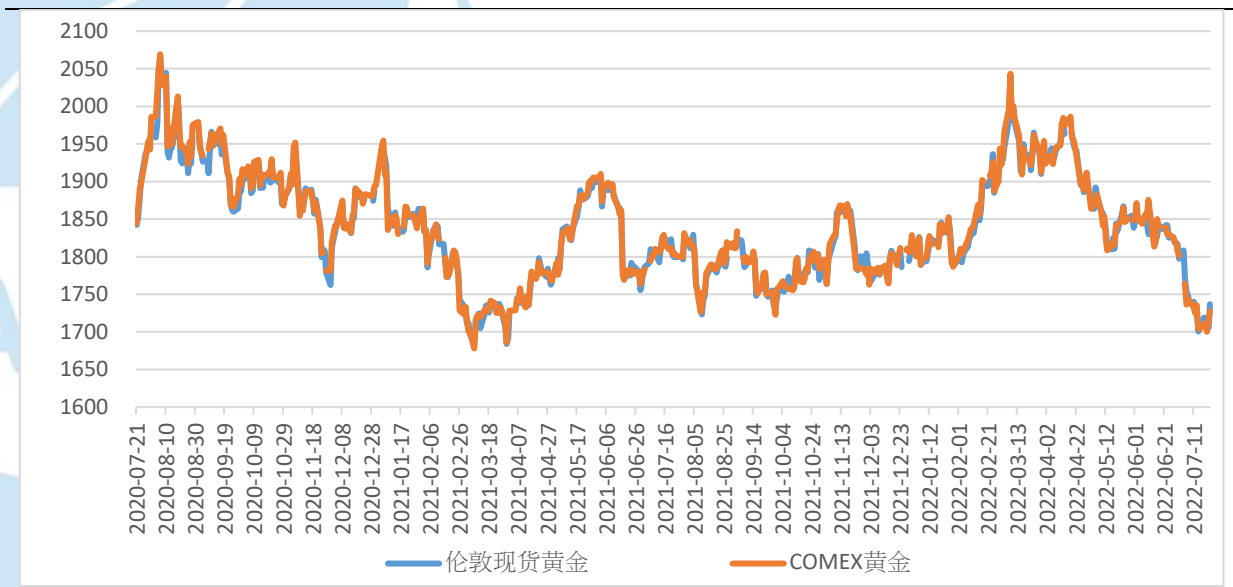
推动农业农村基础设施建设, 助力乡村振兴。近期, 农业农村部等四部门联合发布《关于推进政策性开发性金融支持农业农村基础设施建设的通知》。《通知》提出支持国家农业绿色发展先行区创建: 1) 支持以县为单位推动畜禽粪污资源化利用, 建设粪肥还田利用示范基地; 2) 开发生物质能、农村光伏等农村新能源; 3) 支持残膜回收、废弃物无害化处理等农业绿色装备研发应用。《通知》还提出完善乡村基础设施建设, 推进农村人居环境整治。同时推动创新金融服务, 解决资金难题。我们认为, 在乡村振兴背景下, 《通知》有望提高农村基础设施项目的融资能力, 促进农业废弃物资源化、无害化相关绿色装备的研发及应用, 解决农村生活垃圾收转运、污水整治、畜禽粪污资源化、农林生物质应用等难题。关注垃圾焚烧发电及环卫设备及服务综合运营商的投资机会。

展望后市，虽然当前美债利率对 A 股的压制已逐渐减弱，但是国内又出现了部分利空因素。一方面，七月以来国内部分地区疫情又出现了一定的反复；另一方面，近期在地产断供潮的影响下，停贷风波导致投资者对楼市将在短期复苏的希望减退。市场层面，回看近 3 个月市场的表现，以成长股反弹为首的 A 股已反弹了超过两个月，反弹幅度超过了 20%，存在一定的回调需求。另外，随着美联储加息在即，近期外资开始流出，前期资金面支撑 A 股反弹的动力有所减弱。短期内在外资流出、局部疫情以及地产事件的影响下市场上涨动力可能会有所不足，大概率会延续震荡的趋势，以结构性机会为主。

3.2 黄金市场分析：欧央行超预期加息及对美经济衰退的担忧引发金价反弹

本周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日大涨 31.85 美元，或 1.87%，收报于 1736.95 美元/盎司，全周累计涨幅 1.81%；美国 COMEX 黄金期货结算价大涨 14 美元，或 0.82%，收报于 1727.4 美元/盎司，全周累计涨幅 1.4%。这是金价连续五周下跌后的首周上涨。

图 7：连续下跌后，本周金价上涨（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

本周金价触底反弹，重回 1700 美元上方，两大国际金价均上涨超 1%，为金价连续五周下跌后的第一次周线上涨，主要与欧洲央行意外宣布大幅加息后，欧元兑美元上涨，美元指数下跌，从而给金价提供反弹动力，当然金价连续下跌后也有反弹的需求。

欧洲央行激进加息，欧元兑美元上涨。尽管欧洲经济面临日益增长的下行风险，但欧洲央行仍将高通胀视为最大威胁，导致欧洲央行超出市场预期加息 50BP（整体利率水平为零），也是 11 年来首次加息，加息后欧元区利率告别了负利率，这为欧元兑美元汇率提供较强动能，欧元兑美元上升，美元指数疲软，因此推动了金价上涨。

另外美国劳工部公布的本周美国初请失业金人数为 25.1 万，高于预期的 24 万，前一周为 24.4 万，显示初请失业金人数正逐步上升。由于劳动力市场的表现相对滞后于直接的经济现状，因此市场注意力逐渐转向美国今年第二季度的 GDP 增长上，市场担忧经济衰退正在到来，黄金也因此获得一定支撑。

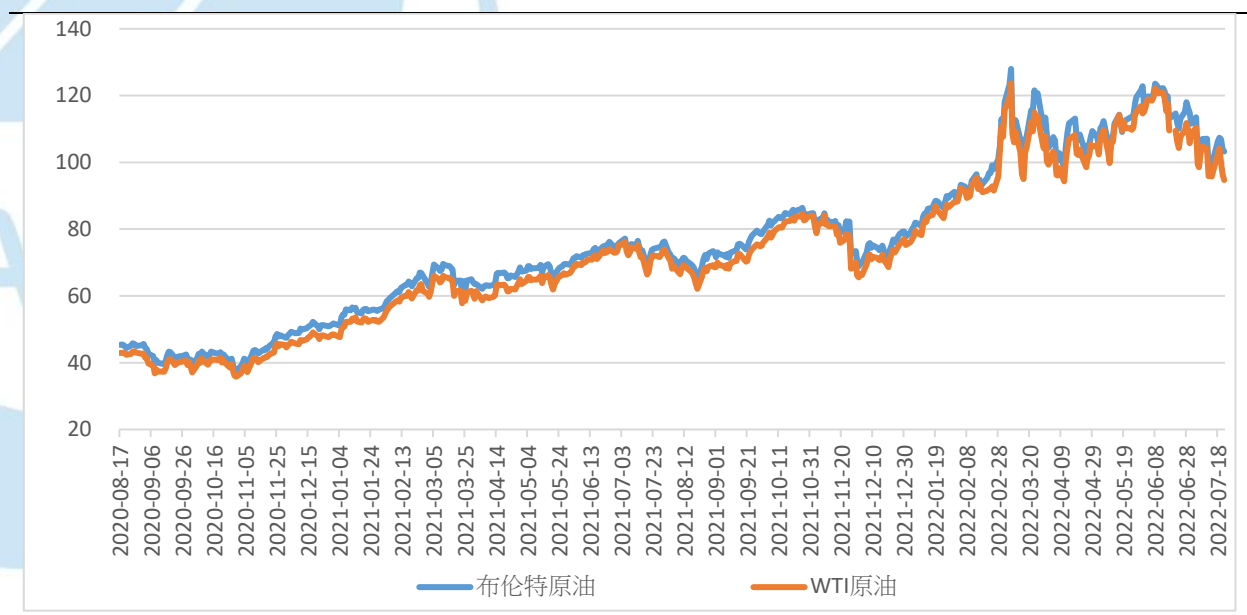
预计金价将继续反弹，但中长期趋势仍处于下跌通道。金价走势正如我们上周所预测，短期金价没有连续下跌或大跌的可能，金价在跌破 1700 美元后，周四周五开始反弹，且周五反弹力度较大，我们认为反弹仍没结

束，还处在开始阶段，主要逻辑仍在于 7 月国际油价明显回落，美国国内通胀压力将缓解，下周召开的美联储议息会议加息 100BP 的概率降低，预计仍延续 75BP 的幅度，且美元升值到一定水平后，后续继续升值的压力增大，黄金的配置价值将凸显，而且美国衰退可能性也增加避险黄金的需求。另外从技术面上看，金价此轮下行并没有跌破去年 3 月的低点，说明下方有较强支撑，这为更大力度反弹酝酿能量。

3.3 原油市场分析：欧美对俄原油实行新制裁推动布伦特油价上涨，但美国经济可能衰退导致的需求不足使得美油价下跌

本周五，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下跌 0.66 美元，或-0.64%，收报于每桶 103.2 美元，但由于周一的大涨，全周累计仍上涨 2.02%；美国 WTI 原油期货合约结算价下跌 1.65 美元，或-1.71%，收报于每桶 94.7 美元，全周累计跌幅 2.96%。相比布伦特原油，本周美油价格下跌较多。

图 8：两大国家油价涨跌不一，布伦特油价上涨约 2%，但美油下跌约 3%（美元/桶）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

国际两大油价本周虽然结束两连阴，但反弹力度较弱，布伦特原油上涨 2%，而美油仍下跌近 3%，主因是一些大经济体对俄罗斯原油进口追加新制裁，对原油供应链造成扰动，同时数据显示美国国内汽油需求不足，导致美油下跌。

上周末美国总统拜登的沙特之行未能取得预期中的成果，沙特没有作出任何扩大增产的承诺，市场认为这次访问并不是什么成果也没有，OPEC+可能会加大石油增产，只是不清楚在什么时间、什么幅度以及由什么国家来增产。不过这次访问的消息放出较早，市场已经有时间消化，因此整体看，此次访问对国际油价的影响有限。

不过美国仍在致力于通过多种途径打击俄罗斯经济，其中之一就是继续对俄罗斯原油出口施加更多限制。韩国 7 月 19 日表示，愿意支持美国领导对俄罗斯石油实行价格上限的计划，美国财政部副部长阿德耶莫 7 月 20 日表示，美国希望在 12 月之前对俄罗斯石油实行全球价格上限，但俄罗斯石油部长也回应称，如果价格低于生

产成本，俄罗斯将不会向世界市场出口石油，双方在原油领域仍在对峙博弈。

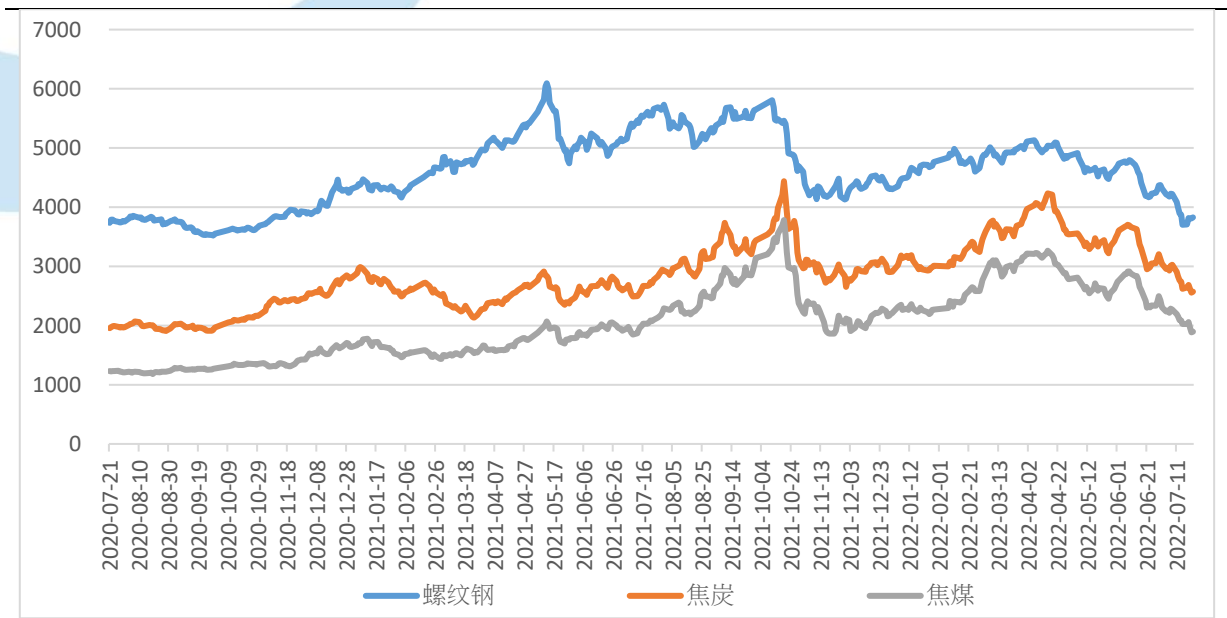
美国 WTI 油价下跌主要是因为国内需求呈现疲软。EIA 最新数据显示，美国汽油需求连续第二周下降，在夏季驾驶旺季期间同比减少近 8%，这给市场蒙上了新的阴影。美联储下周料继续加息 75 个基点，大幅加息抬升借贷成本，压制企业扩大规模生产意愿，消费需求可能面临进一步挤压，而且法德两国 7 月份制造业活动萎缩，德国服务业也收缩，法国服务业增长放缓，欧元区前两大经济体有正走向衰退的迹象。

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，且最新 PMI 数据显示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+ 坚持较稳定的生产计划，全球原油市场仍维持紧平衡状态，也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、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：经济数据边际好转推动螺纹钢价格反弹，但双焦价格仍处于下跌状态

本周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周五环比每吨上涨 123 元，收报于 3827 元/吨，涨幅 3.32%；焦炭价格每吨下跌 49.5 元，收报于 2574 元/吨，跌幅 1.89%；焦煤价格每吨大跌 129 元，收报于 2894.5 元/吨，跌幅 6.38%。

图 9：本周螺纹钢价格出现反弹，但焦炭焦煤价格仍在下跌（元/吨）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

尽管螺纹钢下游的房地产等行业多项同比指标仍下降，但宏观经济数据边际上有明显改善，市场预期螺纹钢需求将出现好转，使得价格开始反弹。一方面，需求不足也拖累上游的原材料铁矿石的价格，近期已跌至 100 美元以下，另一方面，本周公布的多数宏观数据边际上已经出现有所改善，市场预期二季度经济应为阶段底部，

尽管房地产主要相关数据跌幅仍较大,但对市场的前景变得乐观,因此上下游的好转,使得钢厂利润可能有所改善,本周长流程和短流程产量及铁水产量仍在低位震荡,变化并不大,说明钢厂正静待市场状况转好。未来需关注需求回暖情况,预计钢价中短期内仍将承压运行。

下游需求不足以及钢厂大面积亏损继续拖累焦炭焦煤的需求,叠加国际大宗商品价格回落导致交投情绪不高,双焦价格继续下跌,但焦煤价格跌幅较大。需求不足加上铁矿石价格仍较高导致下游钢厂的生产动力仍不足,长短流程及铁水产量没有明显增加,从而引致对焦炭的需求仍偏弱,并进一步向前端挤压焦化厂利润,上游焦煤继续加速跟跌,反过来有利于焦厂利润,焦炭价格跌幅较小。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,总体仍倾向偏空,预计双焦期价大概率向下但跌幅将降低。

3.5 人民币兑美元汇率分析：欧洲央行意外加息 50BP，美元指数相应走弱，人民币兑美元汇率持续波动

本周,人民币兑美元汇率中间价报 6.7522,较上周下跌 0.03%。即期汇率报 6.7657,较上周上涨 0.02%,美元指数报 106.5518,本周下跌 1.4299。

本周美元指数下行。一方面上周公布的美股 6 月份通胀数据再次超预期,美元指数一度走高,本周美元指数有所回落;另一方面本周欧洲央行货币政策会议召开,此前多位欧洲央行官员发言,称本次会议降开始加息,随本周会议临近,欧元有所走强,美元指数相应走低。本周会议上欧洲央行意外加息 50BP,决议公布后美元指数短时间走弱。人民币兑美元汇率本周基本持平。

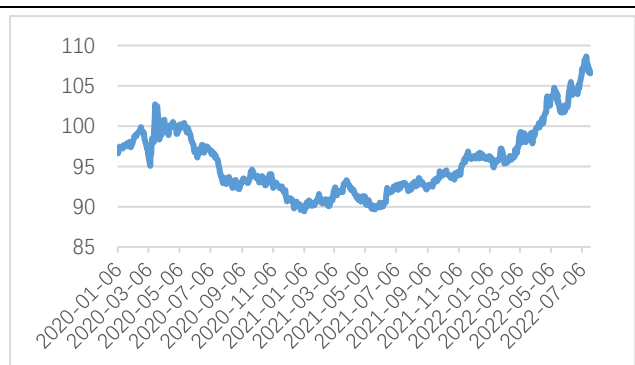
近期公布的美国宏观数据显示美国经济下行压力增大,但本次美国通胀数据再次反弹后,美联储已经将控制通胀作为其首要目标,美国宏观经济的变化短期内对于美联储货币政策的影响较小,从中长期来看,美国经济增速下行,货币政策加速收紧下,美国可能加速从滞涨阶段进入衰退阶段,美联储的紧缩周期可能提前结束。

图 10: 人民币兑美元汇率中间价下跌



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

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