

金融市场分析周报

(2022.08.08-2022.08.12)

报告摘要

- **CPI/PPI:** 猪肉等食品价格快速上升推动CPI同比涨幅扩大,大宗商品价格回落导致PPI延续下行趋势。供应扰动和天气炎热导致猪肉、鲜菜等食品价格飙升,进而推动CPI同比涨幅扩大至2.7%。受原油、有色金属等大宗商品价格回落影响,PPI同比涨幅大幅下降1.9个百分点至4.2%,已连续9个月回落。新一轮猪周期温和重启,上游原材料仍在历史中位数以上,应继续向下传导,CPI大概率仍向上,但应在3%附近震荡
- **金融数据:** 提前贷款和季节性因素导致居民和企业融资需求转弱,新增信贷和社融规模大幅回落。5月、6月意外放量、“透支”信贷后,加上季节性因素,7月新增信贷和社会融资规模大幅回落,企业和居民中长期贷款新增大幅不及预期,实体经济融资需求羸弱,资金空转严重。7月为全年信贷“小月”,且中国经济正从疫情中复苏,8月金融数据环比应开始改善,但受制于疫情反复和需求仍疲软,同比改善程度或不及预期。
- **资金面分析:** 本周央行公开市场净回笼400亿元,资金面小幅波动后回归平稳;关注下周央行MLF续作情况。本周央行公开市场累计进行了100亿元逆回购操作,本周央行公开市场共有100亿元逆回购和400亿元国库现金定存到期,因此本周央行公开市场全口径净回笼400亿元。本周虽然临近税期,但资金面整体维持平稳。本周二央行400亿元国库现金定存到期,央行未进行续作,本周三资金价格小幅走高,但资金面整体宽松下周周五资金价格再次呈现回落趋势。二季度货币政策执行报告强调关注短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡。预计资金面短期内存在向紧可能,但大幅收紧

主要数据

上证指数	3276.087
沪深300	4185.6794
深证成指	12460.2212

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

经济疲弱,央行降息的效果与代价有待观察 — 2022-08-15
宽货币或已达阶段性高点 — 2022-08-14
CPI上行,PPI下行,通胀仍非主要矛盾 — 2022-08-10

的概率仍不大。近期缴税对资金面影响减弱，但下周二存 6000 亿元 MLF 到期，资金面长期宽松下存在央行可能缩量续作。

- **利率债：**我国社融、中美 CPI 均低于预期，除非出现超预期政策，债市长端收益率可能难以突破前低，小区间内波动概率较大。CPI、PPI 及社融信贷均低于预期，社融数据是否已在资本市场消化有待确认，后续关注 5 年期 LPR 走势。市场逐步对通胀担忧减弱，因为核心通胀仍处于低位，但三季度 CPI 仍有破 3% 的风险，主要系猪价仍有向上空间，后续若无超预期政策及因素，利率也恐怕难以进一步向下突破。美国 7 月 CPI 数据低于预期，但联储鸽派官员释放鹰派信号，后续关注 8 月非农及 CPI 数据，中美利差仍需关注。
- **可转债：**权益市场震荡反弹、指数全面收涨，超八成可转债录得上涨行情，关注具备估值性价比的行业龙头、高景气赛道、优质新券。美国 7 月通胀数据超预期回落，央行表态保持流动性合理充裕，外部环境边际改善叠加国内经济弱复苏、资金有望延续偏松状态，投资者避险情绪降温，A 股震荡回暖、转债进一步走强，建议关注具备估值性价比的行业龙头、高景气赛道、优质新券。
- **权益市场：**沪指上涨修复多头形态，传统能源强势回归。本周沪指强势上涨，沪强深弱，北向资金小幅流入 76.50 亿元，上证综指最终报收 3276.89 点。央行工作会议强调风险化解，优质银行股有望估值修复；四部委出台《推进家具产业高质量发展行动方案》，关注龙头家居公司；7 月挖机销量增速转正，行业有望持续恢复；猪企售价 7 月大幅改善，关注猪企龙头企业。展望后市，近期广西、西藏、新疆、厦门、海南等多个旅游城市突发疫情阻碍旅游餐饮板块的修复。但短期内市场对疫情反复的情绪已得到一定宣泄，未来随疫情边际好转，相关板块有望进一步反弹。7 月美国通胀数据开始走低。随着通胀的回落，投资者对经济即将衰退的预期或已触底，美债收益率的小幅上升，短期内将利好股市。相比于美国刚刚回落的 PPI，我国 PPI 已持续回落数月，需求复苏过程中，PPI 与 CPI 剪刀差继续收窄。在 PPI 下行过程中，上游成本下降，中下游利润空间加大，盈利能力提升，因此，偏中下游行业的投资策略有望获得更多收益，建议关注盈

利增速较快的通用设别、专用设备、电力设备等行业。具体来看，大国博弈背景下，高端制造行业将愈发受到重视，享受全球工业机器人智能制造加速升级红利的相关制造业有望迎来高增长；其次，在全球寻求传统石化能源代替的背景下，风电、光伏、新能源等科技制造行业长期增长空间较大。

- **黄金：美 CPI 数据已现拐点,美联储加息压力有所缓解，金价延续反弹。** 金价跌至 7 月低点后连续反弹，本周继续上涨超 1%，主因是美国公布的 7 月 CPI 同比数据显示已从高点回落，通胀压力明显减小，从而缓解了未来美联储加息压力，美元指数亦跌逾 1%。短期看技术面和基本面均支撑金价继续反弹，但当前金价已接近上方压力区间，也应谨慎冲高回落。
- **原油：美联储加息步伐可能放缓导致美元疲软，同时对俄制裁升级的可能性，推动油价深跌后反弹。** 本周国际原油价格震荡回升，美联储加息降温，美元上行遇阻以及对俄制裁可能升级支撑油价反弹，但全球疫情再次恶化也限制了油价大幅走高。一方面对主要经济体复苏放缓的担忧仍打击油价需求前景，另一方面随着伊核协议短期达成概率升高，伊朗原油或大量重返国际市场，短期油价可能继续下跌，反弹力度预计不大。
- **黑色产业链：利空影响逐渐消退，市场情绪边际改善，黑色系商品价格继续小幅反弹。** 疫情减轻后，国内经济数据边际明显改善，市场情绪好转，黑色系延续反弹，但下游的房地产行业数据仍不乐观，钢铁企业大面积亏损，反弹力度仍较弱。后续看，螺纹钢价格向上仍有一定反弹空间，短期或加速上涨，而处于上游的双焦价格将温和上升。
- **人民币兑美元汇率分析：美国通胀数据超预期回落，美元指数一度下行，人民币兑美元汇率反弹。** 本周美国通胀数据公布。周三公布的美国 CPI 数据以及周四公布的 PPI 数据均不及市场预期，呈现同比增长放缓，环比下行的趋势。受此影响，美元指数在周三 CPI 数据公布后断崖式下跌。本周多位美联储官员发言，多数官员表示虽然通胀数据短期出现下行，但单期数据的改善并不能说明通货膨胀已经结束，

短期内美联储仍将坚持紧缩的货币政策。后半周，美元指数有所反弹。受本周美元指数走弱影响，人民币兑美元即期汇率有所上行。

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.....	7
1.1 猪肉等食品价格快速上升推动 CPI 同比继续上升，而主要大宗商品 价格回落导致 PPI 延续下行趋势.....	7
1.2 提前贷款和季节性因素导致居民和企业融资需求转弱，新增信贷和 社融规模大幅回落.....	10
1.3 每周要闻.....	14
二、 固定收益市场分析.....	14
2.1 资金面分析：本周央行公开市场净回笼 400 亿元，资金面小幅波动 后回归平稳；关注下周央行 MLF 续作情况.....	14
2.2 利率债走势分析：我国社融、中美 CPI 均低于预期，债市长端收益 率可能难以突破前低，小区间内波动概率较大.....	16
2.3 存单信用债分析：存单发行量环比下降、净融资额由正转负，信用 债净融资额环比下降，各期限及各评级信用债收益率多数上行，信用利 差多数收窄.....	18
2.4 可转债分析：权益市场震荡反弹、指数全面收涨，超八成可转债录 得上涨行情，关注具备估值性价比的行业龙头、高景气赛道、优质新券	19
三、 主要资产价格分析.....	20
3.1 权益市场分析：沪指上涨修复多头形态，传统能源强势回归。.....	20
3.2 黄金市场分析：美 CPI 同比出现拐点，美联储抑制高通胀压力减 缓，金价延续反弹.....	23



3.3 原油市场分析：美联储加息步伐可能放缓导致美元疲软，同时对俄制裁升级的可能性，推动油价深跌后反弹24

3.4 黑色产业链分析：利空因素逐渐消化，市场情绪边际改善，黑色系商品价格继续小幅反弹.....25

3.5 人民币兑美元汇率分析：美国通胀数据超预期回落，美元指数一度下行，人民币兑美元汇率反弹26



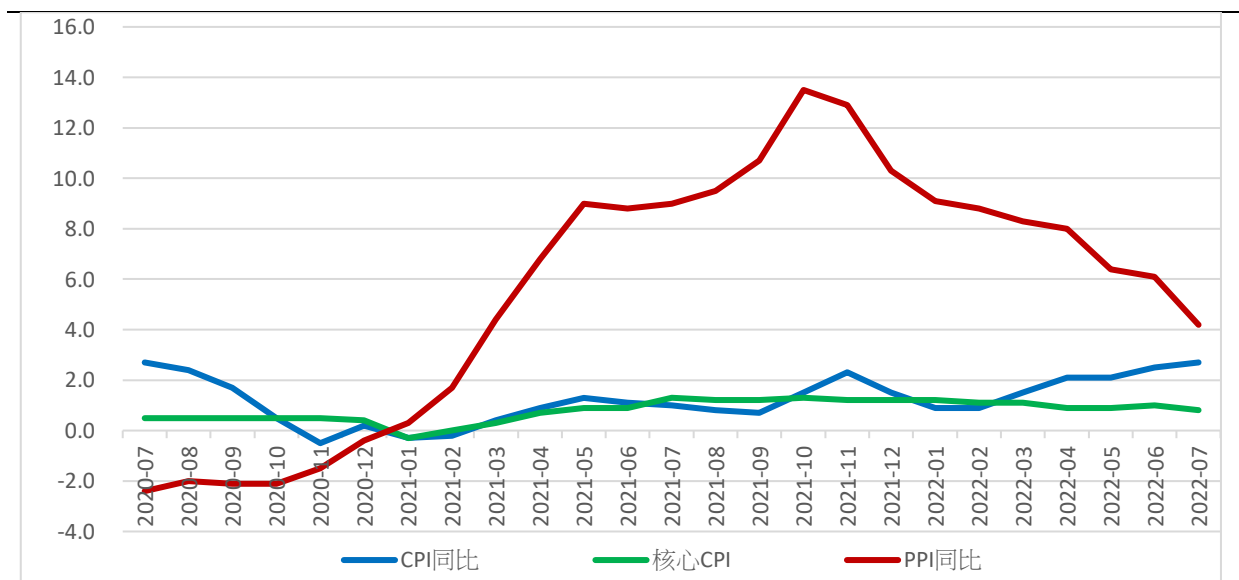
一、 本周重点经济数据分析

1.1 猪肉等食品价格快速上升推动 CPI 同比继续上升，而主要大宗商品价格回落导致 PPI 延续下行趋势

猪肉、鲜菜等食品价格飙升推动 CPI 同比涨幅扩大至 2.7%，同时受原油、有色金属等大宗商品价格回落影响，PPI 同比继续下行。国家统计局 8 月 10 日发布的价格数据显示，7 月居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.7%，涨幅较 6 月扩大 0.2 个百分点，为 2020 年 5 月以来最高，持平于 2020 年 7 月，仍低于市场预期，但是扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.8%，涨幅回落 0.2 个百分点，表明在疫情反复等大环境下，国内需求仍然疲软；工业生产者出厂价格指数（PPI）同比延续了 2021 年 11 月以来的下行趋势，涨幅回落 1.9 个百分点至 4.2%，亦低于市场预期。

CPI 有进一步上行并突破 3% 的可能，PPI 回落幅度将放缓。7 月 CPI 继续上行、接近全年 3% 的目标，未来 CPI 是否继续向上主要取决于两方面：一方面是占权重较大的猪肉价格走向，在连续下跌 21 个月 after，猪肉价格在 7 月同比转正，市场认为新一轮猪周期开启，但是此轮与 2019 年上一轮因非洲猪瘟导致的供给急剧减少不同，当前猪肉供给整体充裕，加上国家发改委连出三项政策稳定猪价，猪肉价格应温和上涨；另一方面是上游原材料价格向下的传导速度，油价和大宗价格尽管在近一段时间有所回落，但整体仍在历史中位数以上运行，继续向下传导应为大概率，由于整体需求较疲软，我们认为传导速度将较慢。因此整体看，未来 CPI 同比涨幅不会快速上升，整体仍较为温和。不过考虑到经济增速放缓，不断上行的 CPI 仍引起市场和管理机构的充分重视，进而引发对货币政策可能收紧的担忧，央行在 8 月 10 日发布的《2022 年第二季度货币政策执行报告》中指出，预计下半年结构性通胀压力会加大，一些月份 CPI 涨幅可能超过 3%，央行将密切关注国内外通胀形势变化，继续保持流动性合理充裕，不搞“大水漫灌”。PPI 方面，市场已给与俄乌冲突带来的大宗商品和美欧衰退预期一个合理的定价，未来国际大宗下跌空间有限，近期有企稳迹象，PPI 同比回落或放缓。

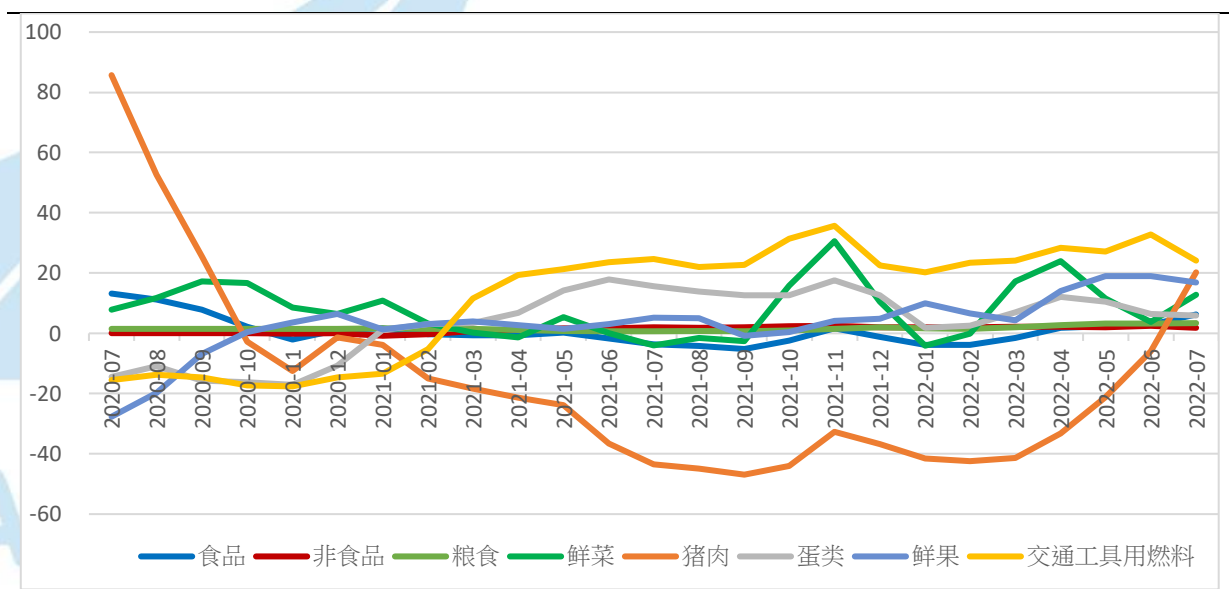
图 1：7 月 CPI 同比继续上升，PPI 同比延续回落（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

猪肉、鲜果鲜菜等食品价格同比大涨，对 CPI 同比拉动作用较大，但非食品价格仍为主要贡献项，表明上游原材料高价格仍存在传导效应。7 月 CPI 同比涨幅中，食品价格同比上涨 6.3%，涨幅扩大 3.4 个百分点，对 CPI 同比涨幅贡献约 1.12 个百分点，其中猪肉价格同比由跌转涨，由 6 月下降 6% 转为大涨 20.2%，为 2020 年 10 月以来首次同比由跌转涨，鲜果和鲜菜价格分别上涨 16.9% 和 12.9%，另外粮食、禽肉、鸡蛋和食用植物油价格涨幅在 3.4%-7.4% 之间。非食品价格上涨仍为主要贡献，7 月非食品价格同比上涨 1.9%，涨幅较 6 月回落 0.6 个百分点，影响 CPI 同比上涨约 1.56 个百分点，其中汽油、柴油和液化石油气价格上涨 24.6%、26.7% 和 22.4%，但涨幅均有回落。

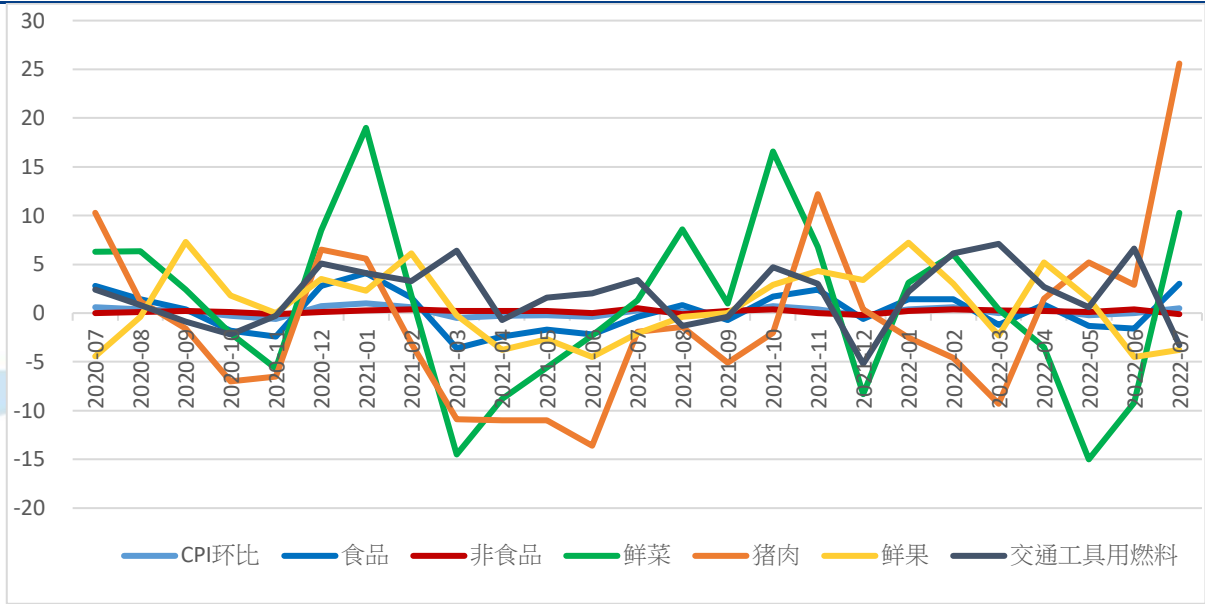
图 2：7 月食品价格特别是猪肉价格同比上涨较多（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

食品价格由降转升，导致 CPI 环比上升。从环比看，CPI 由 6 月持平转为 7 月上涨 0.5%，主因是食品价格由 6 月下降 1.6% 转为上涨 3%，对 7 月 CPI 环比涨幅贡献 0.53 个百分点，其中受前期生猪产能去化效应逐步显现、部分养殖户压栏惜售及需求恢复等影响，猪肉价格环比涨幅大幅反弹至 25.6%；由于多地持续高温天气，鲜菜价格环比由 6 月下降 9.2% 转为上涨 10.3%，涨幅高于季节性水平；鲜果价格则因大量上市而环比下降 3.8%。非食品价格环比由 6 月上涨 0.4% 转为微降 0.1%，影响 7 月 CPI 环比下降约 0.07 个百分点。其中，国际油价下行向国内传导，汽油和柴油价格分别下降 3.4% 和 3.6%，交通工具用燃料价格环比由上月的 6.6% 转为下跌 3.3%。

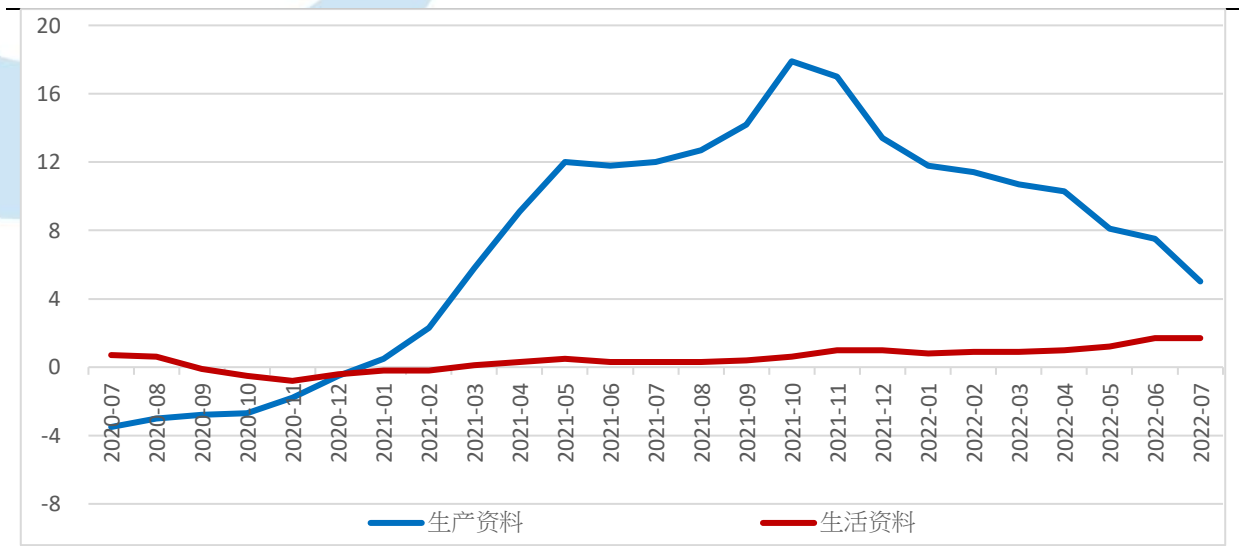
图 3：7 月猪肉价格环比大涨导致 CPI 环比上涨 0.5%，非食品价格环比下跌（%）



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

受国际国内等多因素影响, 工业品价格整体进一步下行。7月PPI同比涨幅回落至4.2%, 其中生产资料价格上涨5%, 涨幅回落2.5个百分点; 生活资料价格上涨1.7%, 涨幅与6月持平。主要行业中, 石油、有色金属等相关行业价格同比仍上涨, 但涨幅出现不同程度回落, 煤炭开采和洗选业上涨20.7%, 回落10.7个百分点; 石油和天然气开采业上涨43.9%, 回落10.5个百分点; 有色金属冶炼和压延加工业上涨1.9%, 回落6.3个百分点; 石油煤炭及其他燃料加工业上涨28.6%, 回落6.1个百分点。受市场回调影响, 黑色金属冶炼和压延加工业价格则同比下降9.5%, 降幅有所扩大。不过, 农副食品加工业价格上涨6.8%, 涨幅扩大1.2个百分点。

图 4: 7月生产资料价格同比涨幅继续回落, 生活资料价格持平 (%)

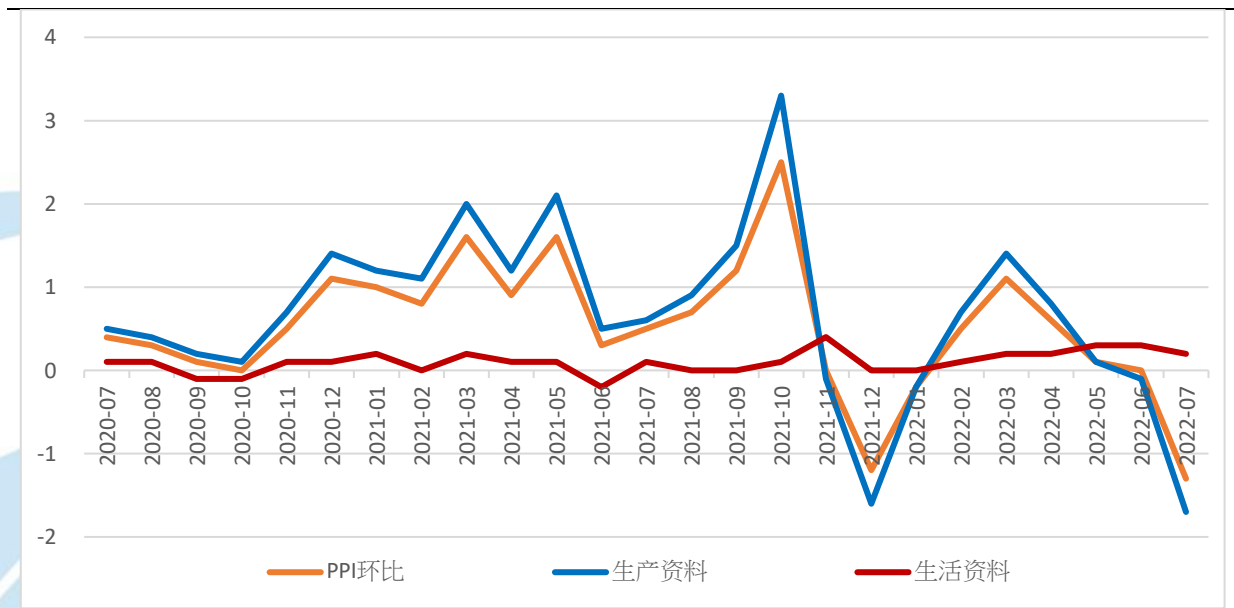


资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

生产资料价格环比降幅扩大, 导致PPI环比由平转降。从环比看, 7月PPI由6月持平转为下降1.3%, 为2022年2月以来首次转跌, 其中生产资料价格环比降幅扩大1.6个百分点至1.7%, 生活资料价格涨幅回落0.1个百分点至0.2%。受原油、有色金属等国际大宗商品价格回落影响, 化学原料和化学制品制造业价格下降2.1%, 石油煤炭及其他燃料加工业价格下降2.0%, 石油和天然气开采业价格下降1.3%, 有色金属冶炼和压延

加工业价格下降6%，此外黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业、电力热力生产和供应业价格降幅均有所扩大。

图 5：7 月生产资料价格环比降幅大幅扩大，主导 PPI 环比下降较多（%）

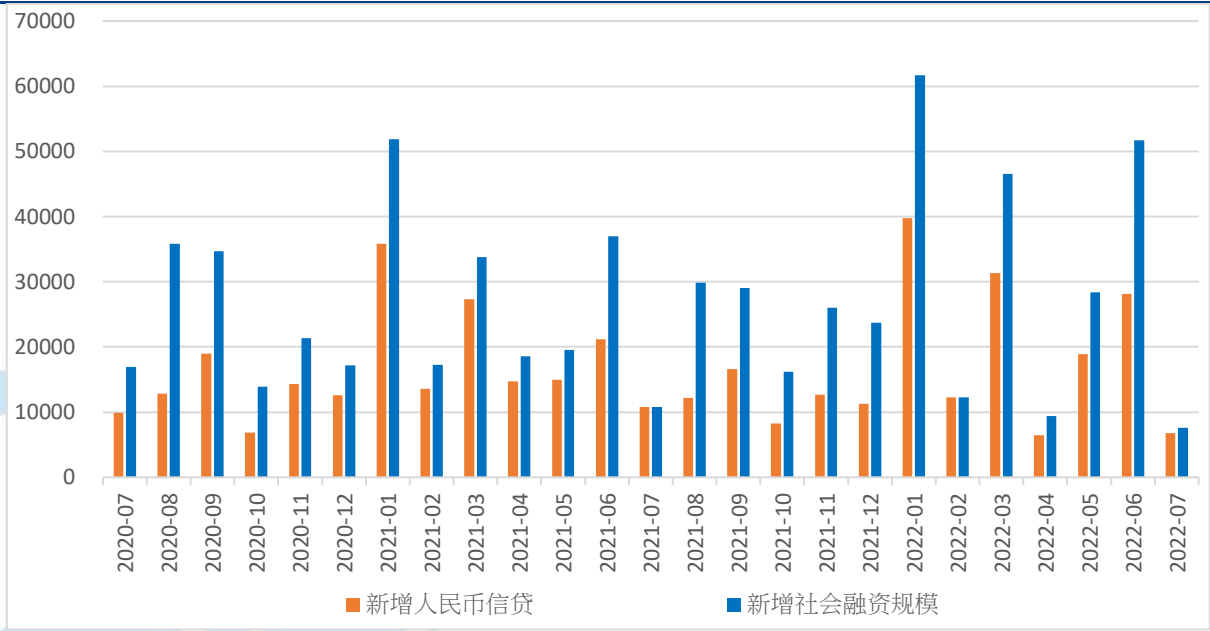


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.2 提前贷款和季节性因素导致居民和企业融资需求转弱，新增信贷和社融规模大幅回落

5 月、6 月信贷数据意外放量后，叠加季节性因素影响，7 月新增信贷和社会融资规模大幅回落，企业和居民中长期贷款新增也大幅不及预期，实体经济融资需求仍然羸弱。央行于 8 月 12 日发布的金融数据显示，7 月新增人民币贷款 6790 亿元，同比少增 4010 亿元，较上月的 2.81 万亿元减少逾四分之三；新增社会融资规模 7561 亿元，同比少增 3191 亿元，较上月的 5.17 万亿元更是减少超八成，新增信贷和社融规模均大幅低于市场预期。另外，7 月货币供应继续稳中偏松，M1、M2 增速双双回升，M2 同比增速上行 0.6 个百分点至 12%，M1 同比增速上行 0.9 个百分点至 6.7%。7 月本来就是全面的信贷“小月”，而且总体看，中国经济仍正从疫情中复苏，8 月信贷数据应明显改善，但是受制于疫情反复和需求疲软，其改善程度或继续不及预期。

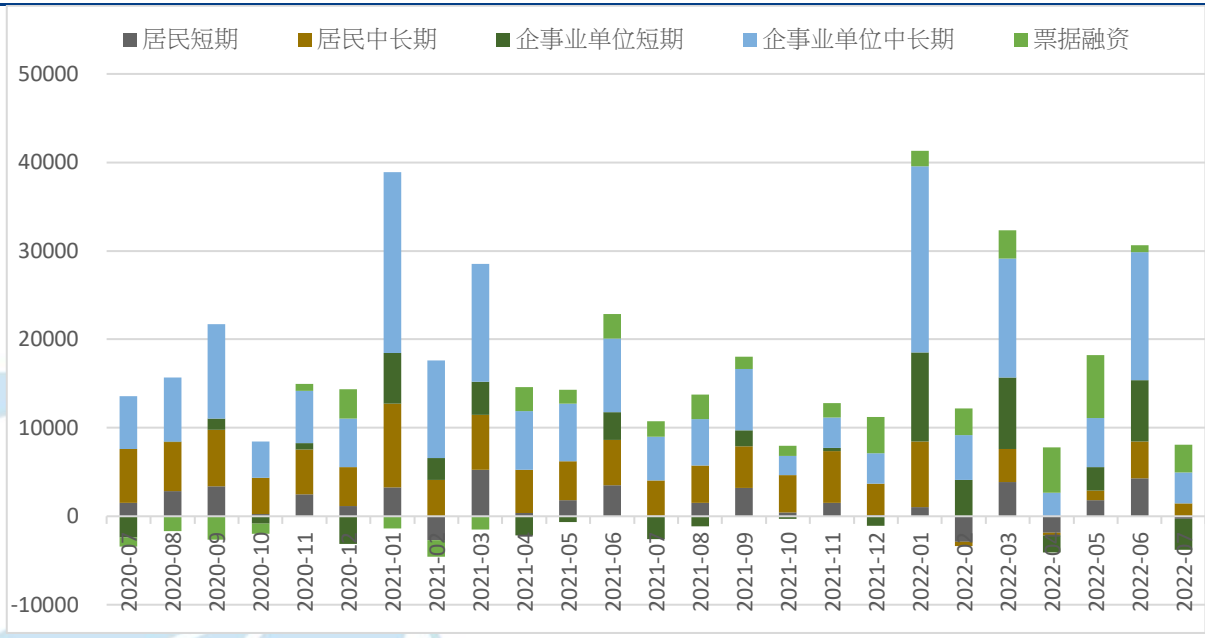
图 6：7 月新增人民币信贷和社会融资规模大幅不及预期（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

7月贷款需求再度大幅走弱，居民端是主要拖累项，消费贷继续收缩，按揭贷款增长仍乏力，企业端新增信贷依靠票据冲量的情况仍然明显。从信贷结构看，居民“加杠杆”意愿偏弱，7月新增居民贷款1217亿元，同比少增2842亿元，其中短期、中长期贷款分别减少269亿元和增加1486亿元，同比多减354亿元和少增2488亿元，主因应为：一是，就业偏弱、居民对未来收入的预期悲观，以“加杠杆”方式增加消费的意愿不足；二是，房地产交付风险抬头，近期商品房销售数据又有回落，不仅会导致居民中长贷同比少增，而且会导致地产企业现金流更加紧张，投资能力和意愿下滑。企业贷款需求疲弱问题仍存，短期贷款和中长期贷款同比缩量，仅票据“冲量”多增。7月企业新增贷款2877亿元，同比少增1457亿元，其中短期贷款、中长期贷款分别减少3546亿元和增加3459亿元，企业票据融资3136亿元，同比分别多减969亿元、少增1478亿元和多增1365亿元，从中可以看到，贷款需求仍然疲弱，银行仍然需要依靠票据冲量完成信贷投放。5、6月份释放积压信贷需求后，企业有效贷款需求不足的问题再次显现，7月国股银票转贴现利率再度逼近零，且由短期贴现传导至1至3个月的中长期品种。

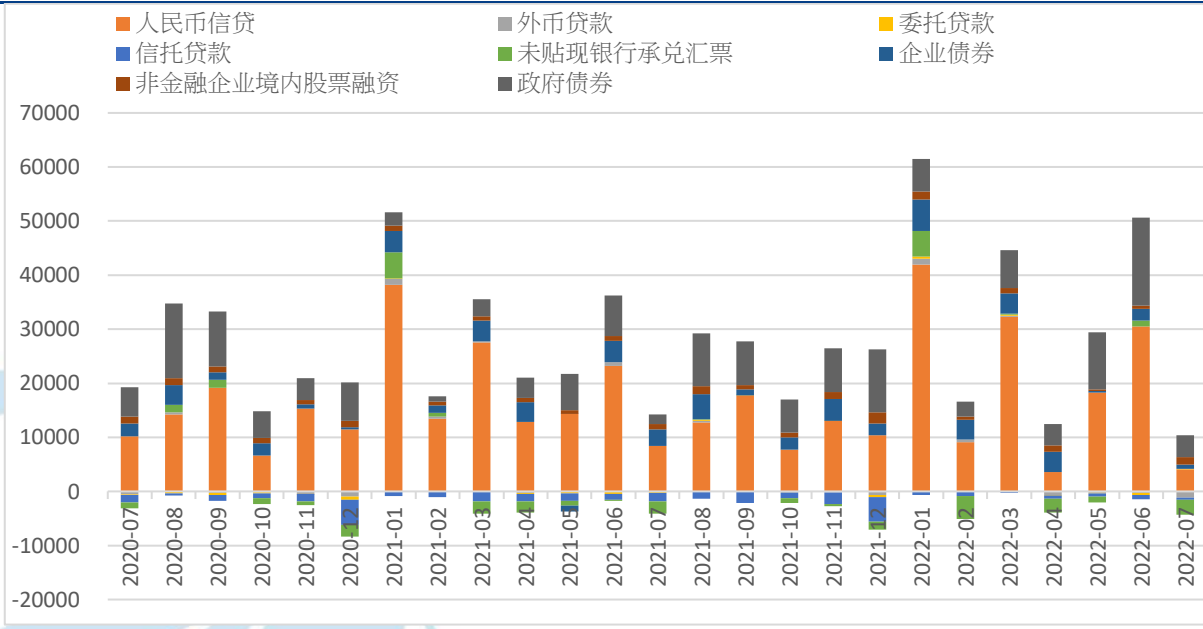
图7：7月贷款需求再度大幅走弱，居民端是主要拖累项（亿元）



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

5月、6月强劲反弹后，7月社融新增同比大幅少增，主要拖累项在于表内宽信用再度受阻，企业债融资偏弱，表外票据“缩量”，不过政府债发行和企业股票融资较强，表外的委托贷款和信托贷款压降规模放缓，对社融构成一定支撑。从社融新增结构看，7月社融口径的信贷增加2951亿元（人民币贷款增加4088亿元，外币贷款减少1137亿元），同比少增5362亿元；非标融资减少3053亿元，同比少减985亿元，表明非标监管基本已告一段落；企业债券融资增加734亿元，同比少增2357亿元，原因是一方面地方政府隐性债务严监管持续，7月城投债净融资规模同比减少超过1000亿元，另一方面受疫情影响严重的交通运输仓储和邮政业、批发零售、住宿餐饮、文体娱乐等行业，7月信用债净融资规模合计同比减少超700亿元；企业股票融资增加1437亿元，同比多增499亿元，主要是4月底以来A股市场的反弹提振了企业IPO及再融资的积极性，使得7月股票融资规模滞后放量；政府债券融资增加3998亿元，同比多增2178亿元，主因是尽管地方政府专项债发行已于6月底前基本完成，但7月国债发行加快，政府债发行依然对新增社融构成支撑，不过随着地方债发行额度用罄以及国债发行前置，政府债券后续的支持力度可能会减弱。

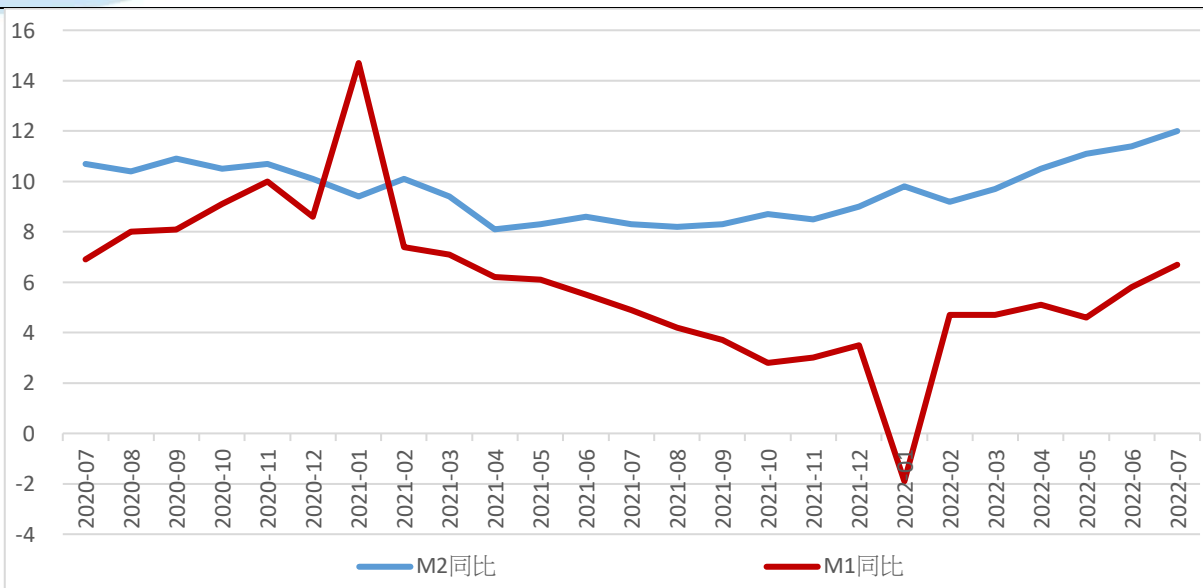
图 8: 7月表内信贷、企业债券同比少增对社融新增构成拖累，政府债券和企业股票多增构成主要支撑 (亿元)



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

货币供应方面，货币供应继续稳中偏松，M1、M2 增速双双回升，其中 M1 升幅较大，资金空转加重。7 月广义货币供给量（M2）同比增长 12%，较上月上升 0.6 个百分点；狭义货币供给量（M1）同比增长 6.7%，较上月上升 0.9 个百分点。M2 同比增速加快主要与存款有关，7 月人民币存款余额增速 11.4%，相比上月提升 0.6 个百分点，与 M2 增速一致，其中新增居民存款减少 3380 亿元，同比少减 1.022 万亿元，是存款增速提升最重要的驱动因素；新增企业存款大幅减少 1.04 万亿元，同比少减 2700 亿元；新增非银金融机构存款 8045 亿元，同比少增 1531 亿元；新增财政存款 4863 亿元，同比少增 1145 亿元。M1 主要与表内信贷有关，7 月人民币各项贷款增速下滑表明实体经济融资需求仍不足，且实体经济融资需求的边际变化明显慢于货币供应的速度，进一步表明 7 月货币市场短端流动性宽松态势延续，但需求趋弱导致金融市场“资产荒”和非银机构资金空转现象加重。

图 9：7 月 M2 同比增长 12%，M1 同比增长 6.7%（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.3 每周要闻

1、央行发布《第二季度中国货币政策执行报告》

央行发布《第二季度中国货币政策执行报告》，报告提出，加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心，搞好跨周期调节，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，为实体经济提供更有力的、更高质量的支持。保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施领域建设，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，力争经济运行实现最好结果。密切关注国内外通胀形势变化，不断夯实国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件，做好妥善应对，保持物价水平基本稳定。密切关注主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响，以我为主兼顾内外平衡。

2、美国通胀数据见顶，7月CPI同比升幅回落至8.5%

香港万得通讯社报道，美国劳工部8月10日公布数据显示，美国7月未季调CPI同比升8.5%，预期升8.7%，前值升9.1%；未季调核心CPI同比升5.9%，预期升6.1%，前值升5.9%。季调后CPI环比持平，创2020年5月以来新低，预期升0.2%，前值升1.3%。

3、上海票据交易所：龙湖集团无商票违约和拒付记录，相关谣传不属实

8月10日，上海票据交易所公告，近日，网传龙湖集团控股有限公司存在大量商票“逾期”记录。经核实，截止2022年8月10日，龙湖集团控股有限公司无商票违约和拒付记录，相关谣传并不属实。上海票据交易所致力于维护票据市场平稳有序运行，对于这种通过谣传扰乱市场秩序的行为予以谴责。

二、固定收益市场分析

2.1 资金面分析：本周央行公开市场净回笼400亿元，资金面小幅波动后回归平稳；关注下周央行MLF续作情况

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净回笼400亿元

本周央行公开市场累计进行了100亿元逆回购操作，本周央行公开市场共有100亿元逆回购和400亿元国库现金定存到期，因此本周央行公开市场全口径净回笼400亿元。下周央行公开市场将有100亿元逆回购到期，其中周一至周五均到期20亿元，此外，下周二（8月16日）将有6000亿元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	20	20	20	20	20
7天	-20	-20	-20	-20	-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	-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：税期临近，资金面整体维持平稳。本周虽然临近税期，但资金面整体维持平稳。本周二央行400亿元国库现金定存到期，央行未进行续作，本周三资金价格小幅走高，但资金面整体宽松下周四周五资金价格再次呈现回落趋势。本周五银行间回购利率R001加权平均升至1.1268%，R007加权平均升至1.4511%；交易所回购利率GC001加权平均降至1.4850%，GC007加权平均降至1.5270%。

表 2：本周货币市场利率（%）

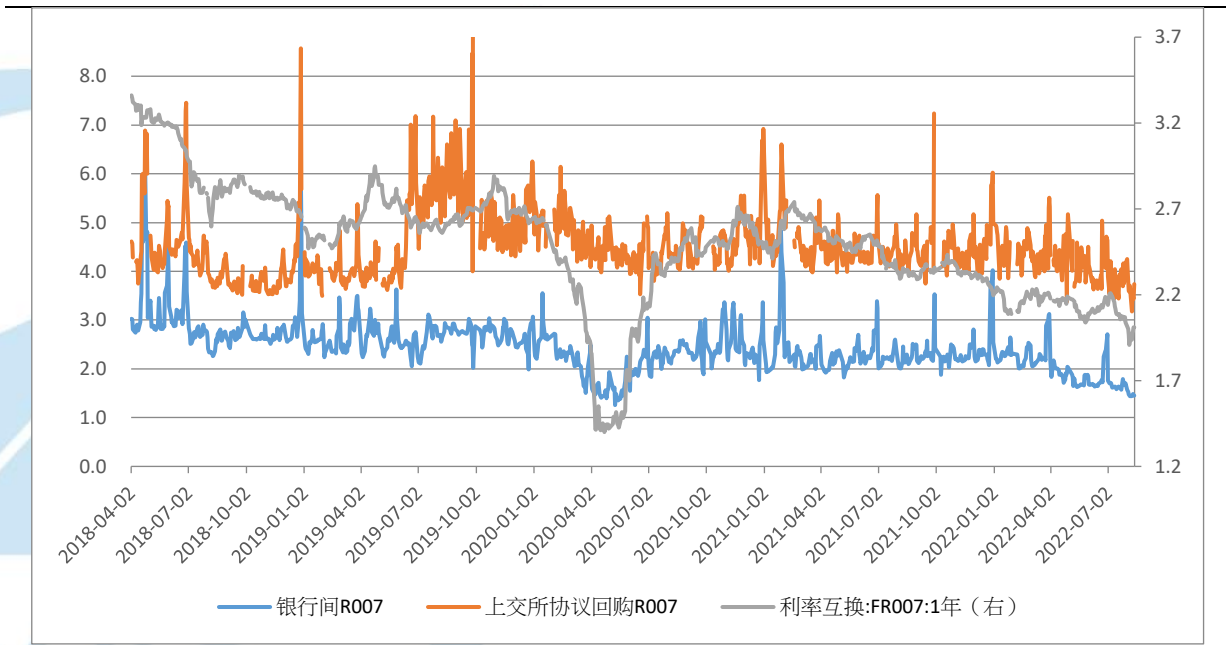
市场	代码	周一 (%)	周二 (%)	周三 (%)	周四 (%)	周五 (%)
银行间回购	R001	1.1038	1.1140	1.1567	1.1174	1.1268
	R007	1.4457	1.4509	1.4821	1.4630	1.4511
	R014	1.4995	1.5386	1.5233	1.5440	1.4902
	R021	1.4795	1.7329	1.4944	1.5318	1.5054
	R1M	1.5307	1.6722	1.6881	1.7181	1.5956
上交所协议回购	206001	2.8710	3.3100	3.3650	3.5690	
	206007	3.1770	3.5310	3.4810	3.4300	3.7320
	206014	4.7160	4.4710	4.5110	4.9260	4.7050
	206021	6.3790	5.5040	4.7860	5.5470	5.4020
	206030	6.2150	6.2680	6.2760	5.6670	5.9620
利率互换定盘：1Y	FR007	1.9384	1.9788	1.9872	2.0097	2.0115

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：MLF 存缩量可能，关注下周央行操作

本周央行发布《第二季度中国货币政策执行报告》称，下一阶段将加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能……兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，为实体经济提供更有力的、更高质量的支持。整体来看，下半年货币政策为支持经济大范围宽松的可能性有限，但也不会快速转向，宽信用仍是货币政策的主要方向，预计资金面短期内存在向紧可能，但大幅收紧的概率仍不大。

随 6 月份专项债大量发行，后续地方债融资额明显缩小，从目前公布的信息来看下周政府债融资额度仍为负。本周央行未续作国库现金定存，临近税期，资金面仅小幅波动。下周税期，但二季度以来缴税对于资金面的影响有所减弱，且 8 月份非传统缴税大月，预计税期对于资金面的影响不大，但下周二存 6000 亿元 MLF 到期，资金面长期宽松下存在央行可能缩量续作，届时可能对资金面产生一定影响。

图 10：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：我国社融、中美 CPI 均低于预期，债市长端收益率可能难以突破前低，小区间内波动概率较大

1) 利率债走势复盘：

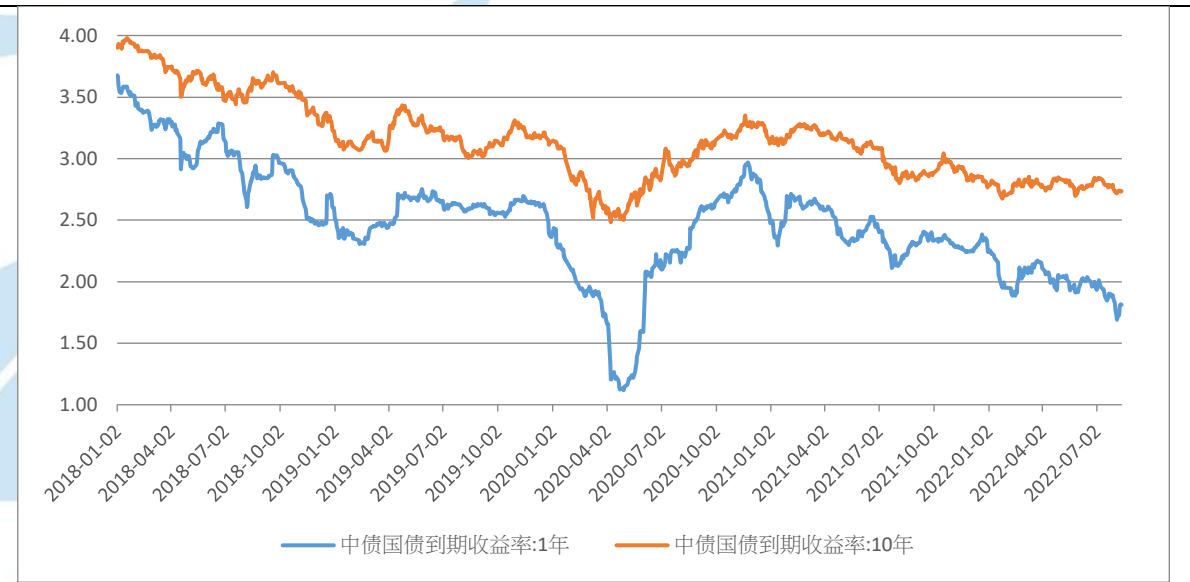
本周，逆回购到期和投放均为 100 亿，央行实现 0 投放，CPI 低于预期，社融大幅低于预期，利率债小幅波动。本周 OMO 每日均完成 20 亿小额等额续做，全周 0 投放，资金面依旧宽松，利率债窄幅震荡下行，但每日波动极小。

周一，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.10%，当日 20 亿元逆回购到期，对冲到期，受周末出口数据影响，债市整体情绪偏空，利率债短端及长端均小幅上行；周二，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，当日 20 亿元逆回购到期，对冲到期，当日 400 亿元国库现金定存到期，当日净回笼 400 亿元。7 月 CPI、社融数据公布使得市场较为谨慎，但提前还贷潮及地产萎靡降低市场的社融数据预期。利率债长端强于短端，有所下行，但幅度有限；周三，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，当日 20 亿元逆回购到期，对冲到期。CPI 数据不及预期，长端情绪仍好于短端，曲线走平，长端小幅下行，其他期限收涨，全天走 V，今日情绪仍旧较为谨慎；周四，央行开展 20 亿元逆回购操作，当日 20 亿逆回购到期，对冲到期。央行二季度货币政策执行报告表示不搞“大水漫灌”，不超发货币，继续保持流动性合理充裕，同时提及通胀，利率债各期限小幅下行；周五，央

行开展 20 亿元逆回购操作，当日 20 亿逆回购到期，对冲到期。社融数据未如预期在周中公布，预期较差，同时下周 MLF 量情况值得关注，利率债全面上行，短端基本无变化，长端略有上行。

本周 10 年期国债活跃券 220010 由 2.7350% 累计下行 0.75bp 至 2.7275%，10 年期国开活跃券 220210 由 2.9900% 累计下行 1.7bp 至 2.9730%。

图 12: 本周 10 年期国债收益率小幅上行 (%)



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: 我国社融、中美 CPI 均低于预期, 债市长端收益率可能难以突破前低, 小区间内波动概率较大

CPI、PPI 及社融信贷均低于预期, 社融数据是否已在资本市场消化有待确认。本社融数据中信贷由于地产疲软, DG、提前还贷等影响, 企业及居民中长期贷款预期较差, 但降幅超预期; 社融中存款仍旧高增长, 资金供给多, 实体融资需求弱, 经济无法达预期增长, 短期内资金面不具备收紧的可能性, 后续关注 5 年期 LPR 走势。对于利率债来说, 此次并非第一次社融大幅低于预期, 4-5 月同样难看, 但长端利率并未做进一步的突破, 市场对于弱经济增速的利率中枢或许在 7 月利率债长端小牛中早已定价, 后续若无超预期政策及因素, 利率也恐怕难以进一步向下突破。

7 月 CPI 主要受到非食品的拖累, 油价下行导致交通通信项环比大幅回落, PPI 主要由大宗商品价格 (有色、钢铁) 下行带动。二季度货币政策执行报告也对通胀进行关注, 市场逐步对通胀担忧减弱, 因为核心通胀仍处于低位, 但三季度 CPI 仍有破 3% 的风险, 主要系猪价仍有向上空间, 周期未结束, 但原油价格带动国内油价下降会使得 CPI 上涨较为温和, 但对长端利率来说突破前低的难度更大。

美国 7 月 CPI 数据低于预期, 但联储依旧鹰派。美国的 7 月 CPI 以及核心 CPI 均低于市场预期, 能源增速放缓, 食品和房租价格增速较大, 但通胀仍处高位, 仍未将联储的高加息压力减弱, 联储鸽派官员卡什卡利与戴利周四持续释放鹰派信号, 卡什卡利认为年底利率应升至 3.9% 的位置。后续关注 8 月非农及 CPI 数据, 中美

利差仍需关注。

2.3 存单信用债分析：存单发行量环比下降、净融资额由正转负，信用债净融资额环比下降，各期限及各评级信用债收益率多数上行，信用利差多数收窄

1) 一级市场发行：存单发行量环比下降、净融资额由正转负，信用债净融资额环比下降

同业存单方面，本周同业存单发行量约 1,831.20 亿元，环比下降 49.81%，偿还量约 5,098.50 亿元，环比增长 115.49%，净融资额由正转负，为-3,267.30 亿元。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 1.30bp 报 1.3429%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 24.41bp 报 1.455%，6M 期存单平均发行利率较上周上行 4.04bp 报 1.9404%，9M 存单平均发行利率较上周上行 1.58bp 报 2.0074%。

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 2,423.52 亿元，环比增长 20.29%，偿还量约 2,071.27 亿元，环比增长 43.85%，净融资额 352.25 亿元，环比下降 38.72%。

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多数上行，信用利差多数收窄

信用债二级市场方面，短端各评级信用债收益率全面上行，中长端中高评级信用债收益率上行、低评级小幅下行，1 年期各评级信用债收益率上行 5.73~7.73bp，3 年期 AAA 级、AA+级信用债收益率分别上行 8.45bp、5.45bp、AA 级下行 1.55bp，5 年期 AAA 级、AA+级信用债收益率分别上行 4.62bp、0.62bp，AA 级下行 0.38bp。

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	2.123	1.90%	7.73
信用债(AAA):3 年	2.654	1.70%	8.45
信用债(AAA):5 年	3.045	0.90%	4.62
信用债(AA+):1 年	2.240	1.80%	5.73
信用债(AA+):3 年	2.852	1.70%	5.45
信用债(AA+):5 年	3.244	0.50%	0.62
信用债(AA):1 年	2.360	0.30%	6.73
信用债(AA):3 年	3.002	0.00%	-1.55
信用债(AA):5 年	3.714	2.70%	-0.38

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

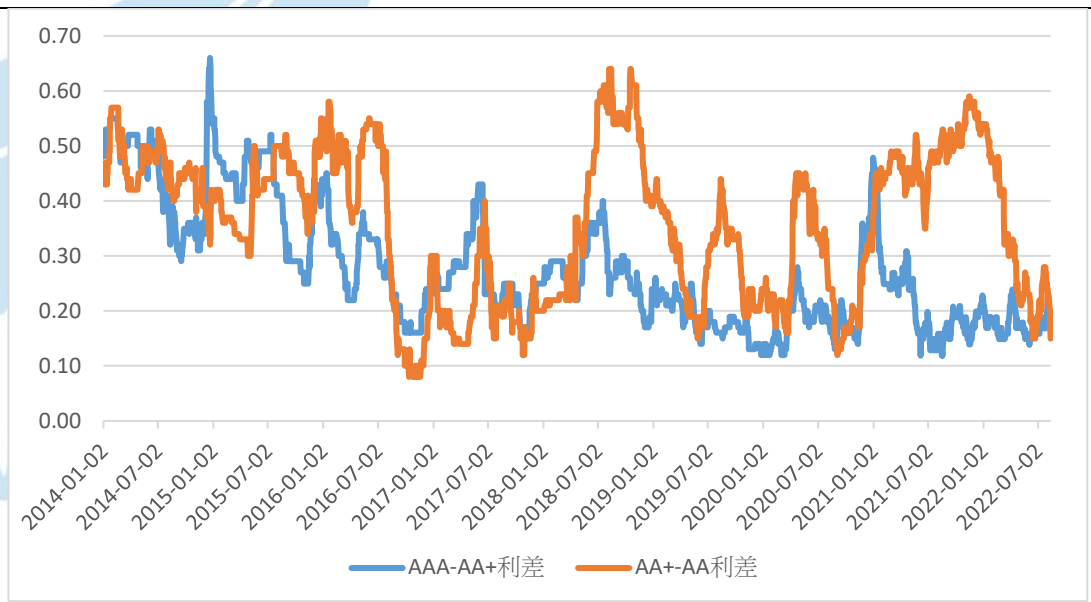
信用利差方面，以同期限中短票收益率-国开债收益率测算信用利差，短端信用债收益率上行幅度不及国开

债，1年期各评级信用利差被动压缩 5.87~7.87bp，中长端高评级信用债收益率上行幅度大于国开债，3年期、5年期 AAA 级信用利差分别走阔 0.69bp、2.40bp，3年期 AA+级、AA 级信用利差分别收窄 2.31bp、9.31bp，5年期 AA+级、AA 级信用利差分别收窄 1.60bp、2.60bp。

期限利差方面，高评级信用债收益率上行幅度中端>短端>长端，AAA 级 3Y-1Y 利差走阔 0.72bp，5Y-3Y 利差收窄 3.83bp；AA+级信用债收益率短端上行幅度最大、中端次之、长端最小，3Y-1Y、5Y-3Y 利差分别收窄 0.28bp、4.83bp，AA 级 3Y-1Y、5Y-3Y 利差分别收窄 3.55bp、1.05bp；AA 级 3Y-1Y 利差收窄 8.28bp，5Y-3Y 利差走阔 1.17bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差收窄 3bp 至 20bp，AA 与 AA+之间的利差收窄 7bp 至 15bp。

图 13: 各评级信用利差变动 (%)



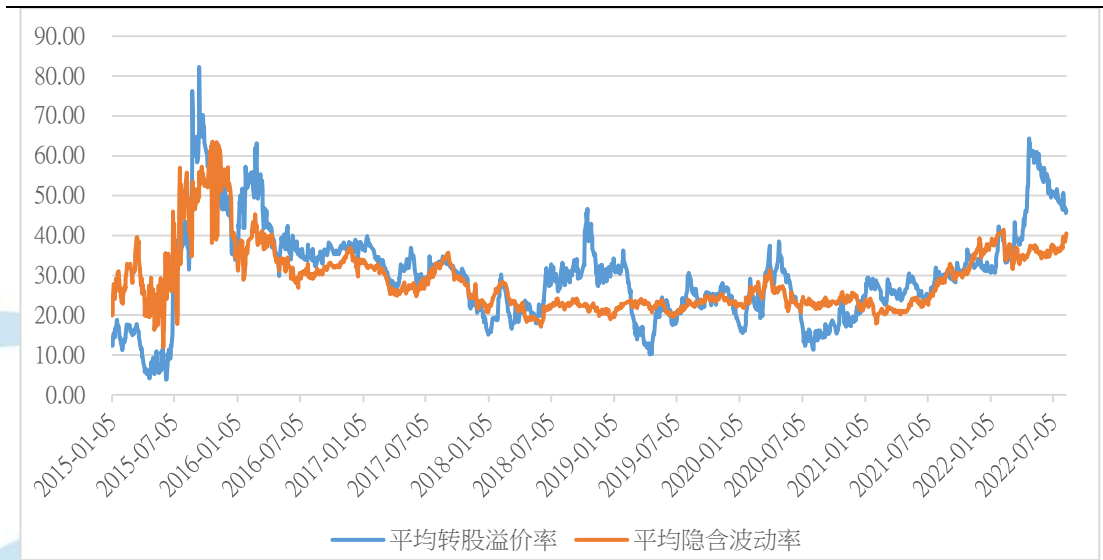
资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

2.4 可转债分析: 权益市场震荡反弹、指数全面收涨, 超八成可转债录得上涨行情, 关注具备估值性价比的行业龙头、高景气赛道、优质新券

1) 可转债走势复盘: 权益市场震荡反弹、指数全面收涨, 超八成可转债录得上涨行情

本周权益市场震荡反弹、指数全面收涨, 上证指数本周收于 3276.89 上涨 1.55%, 深证成指本周上涨 1.22%, 创业板指本周上涨 0.27%, 中小 100 本周上涨 1.42%。转债表现亦强, 上证转债上涨 0.83% 至 365.75, 深证转债上涨 1.85% 至 318.02, 中证转债上涨 1.17% 至 426.42, 其中超八成可转债录得上涨行情, 润禾转债、三超转债、嘉澳转债、天壕转债、祥鑫转债等领涨, 城市转债、傲农转债、多伦转债、中大转债、卡倍转债等领跌。一级方面, 本周大中转债、博汇转债、中陆转债、小熊转债、顺博转债、嵘泰转债、深科转债 7 只转债发行, 拓普转债、高测转债、伟 22 转债、英力转债、润禾转债 5 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, 本周转股溢价率下行 1.28pct、隐含波动率上行 1.97pct, 分别处于 2015 年以来 90%、94% 历史分位数水平。

图 14: 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: 关注具备估值性价比的行业龙头、高景气赛道、优质新券

本周美国 7 月通胀数据超预期回落, 市场对美联储加息力度的担忧明显缓解, 央行发布《第二季度中国货币政策执行报告》, 提出坚持不搞“大水漫灌”, 不超发货币, 同时表态保持流动性合理充裕, 外部环境边际改善叠加国内局部疫情反复、地产不确定性扰动经济复苏进程, 资金有望延续偏松状态, 投资者避险情绪降温, A 股震荡回暖、结构性行情凸显, 转债进一步走强, 但 7 月新增社融、信贷不及预期, 实体融资需求低迷, 市场短期或面临一定调整压力, 转债配置中可考虑以下方向: 1) 震荡格局下市场风格快速切换, 基本面优质、具备估值性价比的行业龙头防御能力更强; 2) 中报密集披露窗口期, 风电、光伏、新能源汽车等高景气赛道或迎来业绩兑现行情。3) 近期转债一级发行有所放量, 关注定价合理的优质新券。

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析: 沪指上涨修复多头形态, 传统能源强势回归。

1) 权益市场走势复盘: 权重拉强势拉指数, 市场缺乏热点题材

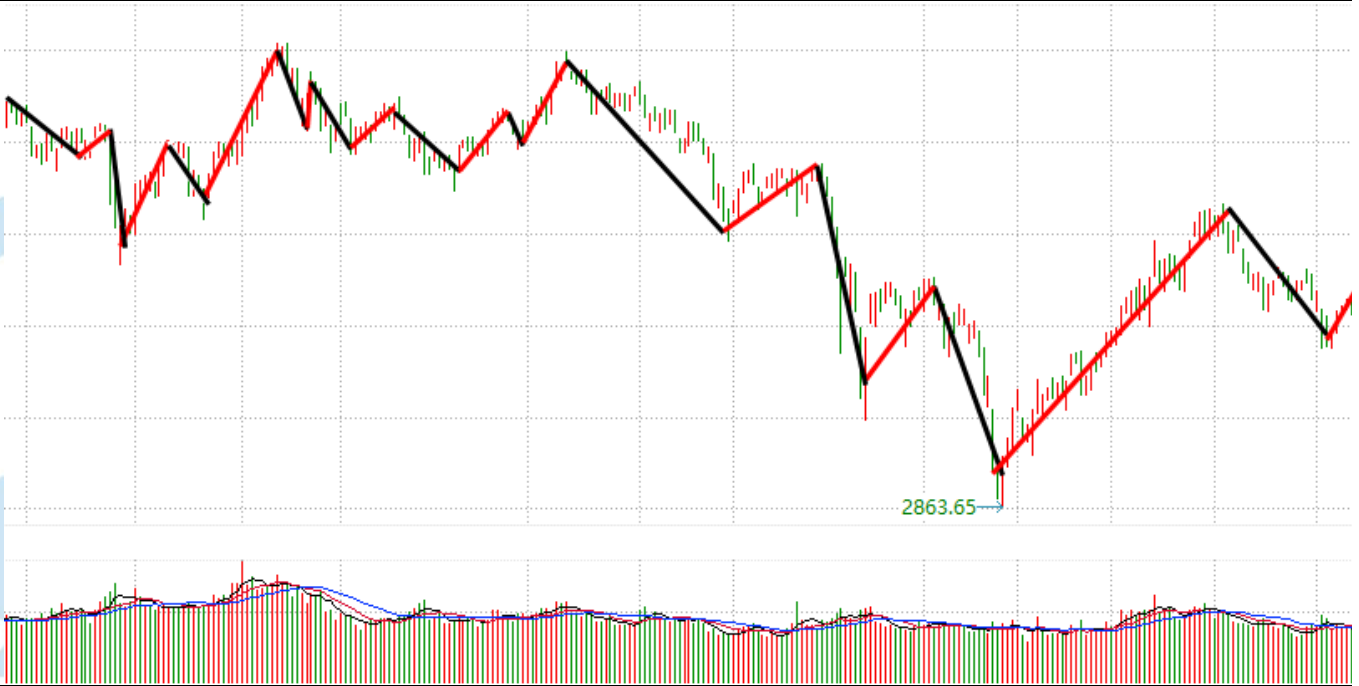
上证综指最终报收 3276.89 点, 本周上涨 1.55%。同期深证成指上涨 1.22%, 创业板上涨 0.27%。量能方面, 沪指环比缩量, 分歧较小。盘面方面, 热点混乱, 市场无主流板块, 人气较差。

本周单边上涨, 由于美国 CPI 数据不及预期, 通胀见顶的概率大增, 对美股成长风格和 A 股大盘风格的利好更大。北上资金小幅流入, 本周合计流入 76.50 亿元。本周风格较平衡, 其中上证 50 上涨 0.81%, 沪深 300 上涨 0.82%, 中证 500 上涨 2.40%, 创业板 50 上涨 0.46%, 国证 2000 上涨 3.12%。茅指数上涨 0.54%, 宁组合下跌 0.21%。

本周五个交易日, 30 个中信一级行业 27 个行业实现上涨, 其中煤炭、石油石化、综合分实现上涨 8.43%、6.31%、4.10%。3 个行业下跌, 其中农林牧渔、汽车、消费者服务分别下跌 2.07%、0.67%、0.12%。总体来

看，本周科技股表现较好，传统行业板块保持低迷，高位股杀跌，市场分化明显。

图 15: 沪指多头排列修复, 后市或将盘整震荡



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 2.92%, 报 33761.0500 点, 纳指本周上涨 3.08%, 报 13047.1900 点, 标普 500 指数本周上涨 3.26%, 报 4280.1500 点。

本周美国三大股指均先跌后涨。本周三美国 7 月份 CPI 数据公布, 市场恐慌程度一度上行, 本周前两天美国三大股指均呈走弱趋势。但实际公布的美国 7 月份 CPI 数据同比增长放缓, 环比回落, 整体不及市场预期, 市场情绪快速恢复, 当日美国三度股指均出现明显反弹。周四公布的 PPI 数据同样不及预期, 美股三大股指后半周反弹趋势持续。本周美股各行业均上涨, 其中能源、金融板块反弹趋势较强, 医疗、必须消费表现不及其他板块。

图 16: 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: 沪指上涨修复多头形态, 传统能源强势回归。

央行工作会议强调风险化解, 优质银行股有望估值修复。近日, 央行召开下半年工作会议, 部署下半年重点工作, 主要包括: 1) 保持货币信贷平稳适度增长; 2) 稳妥化解重点领域风险, 聚焦中小银行、地产以及平台经济三个方面; 3) 完善宏观审慎管理体系; 我们认为受停贷事件、地产销售和融资修复仍较弱的影响, 近期市场对地产风险、银行信用风险的担忧上升。央行下半年工作会议强调稳妥化解地产领域风险, 提出保持房地产信贷、债券等融资渠道稳定, 或有助于推动行业融资渠道边际改善, 防范潜在风险加剧。当前银行板块 PB 估值仅为 0.5 倍, 已经充分反映市场对于地产领域风险的担忧。预计在政策持续加码缓释地产领域风险、经济平稳修复的背景下, 市场预期或逐步改善; 8 月即将进入中报披露期, 优秀的业绩表现有望催化板块估值修复。

四部委出台《推进家具产业高质量发展行动方案》, 关注龙头家居公司。工信部、住建部、商务部、市场监管总局联合发布《推进家具产业高质量发展行动方案》, 在家具产业培育 50 个左右知名品牌、10 个家具生态品牌, 建立 500 家智能家居体验中心, 培育 15 个高水平特色产业集群, 以高质量供给促进家居品牌品质消费。我们认为家居产业发展已进入成熟期, 早期依赖渠道增长的模式面临存量升级的增长瓶颈, 产业融合化、智能化、健康化、绿色化趋势越来越凸显, 家居品牌拉力作用提高。家居龙头具备极强组织管理能力, 战略清晰, 应对市场变化灵活、高效, 家居行业长期空间巨大、看好龙头穿越周期能力。

7 月挖机销量增速转正, 行业有望持续恢复。根据中国工程机械工业协会的统计, 2022 年 7 月全国销售各类挖掘机 1.79 万台, 同比增长 3.4%, 同比增速实现去年 5 月以来首次转正。从设备开机数据来看, 7 月小松中国挖机开工小时数为 100.1 小时, 同比下降 5.4%, 降幅收窄 7.7%, 环比提高 5.7%。我们预计 8 月可恢复至去年同期持平或略增水平。后续稳增长政策落地有望带动基建、地产投资逐步回升, 上半年由于疫情影响导致传统施工旺季受到扰动, 需求存在滞后, 我们认为下半年有望迎来赶工旺季, 在低基数及需求改善背景下, 工程机械行业销量增速也有望持续提升。

能力。

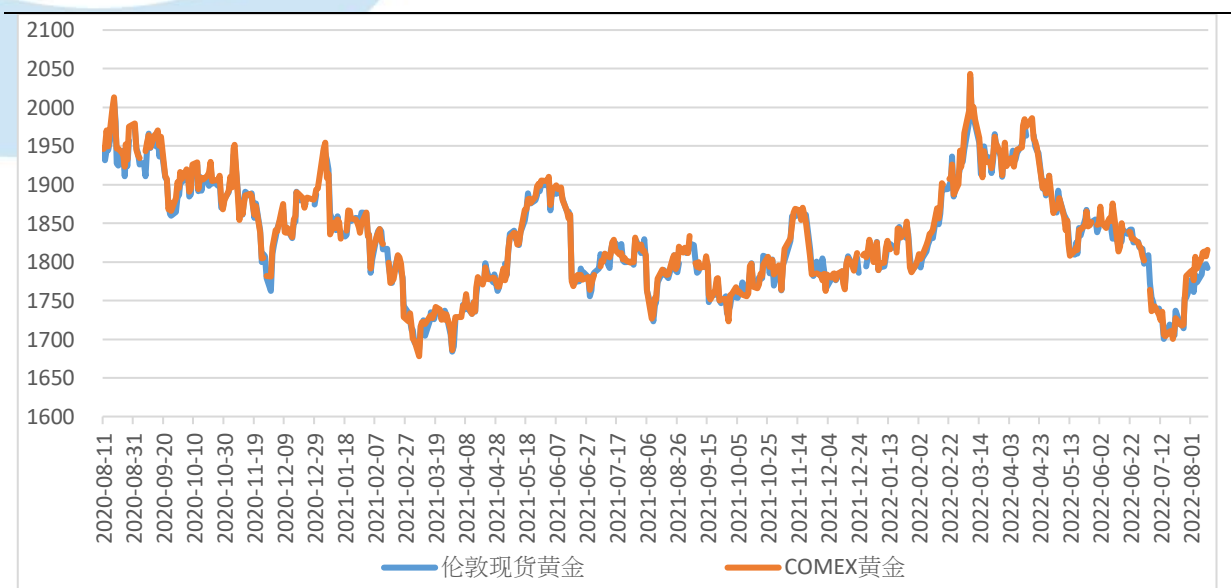
猪企售价 7 月大幅改善，关注猪企龙头企业。根据主要上市猪企销售简报，出栏量方面，总体来看 8 月上市猪企出栏量下降。8 家上市猪企出栏量 884.72 万头，较 6 月环比下降 5.97%。7 月份主要上市猪企肥猪销售均价均呈现不同程度的上涨，经过加权平均计算得到：7 月上市猪企肥猪销售均价为 21.58 元/公斤，环比上涨 30.94%。我们认为把握板块回调机会，当前上市猪企的头均市值回到低估位置，建议关注具备成本竞争优势的龙头猪企。

展望后市，近期，广西、西藏、新疆、厦门、海南等多个旅游城市突发疫情阻碍旅游餐饮板块的修复。但短期内市场对疫情反复的情绪已得到一定宣泄，未来随疫情边际好转，相关板块有望进一步反弹。7 月美国通胀数据开始走低。随着通胀的回落，投资者对经济即将衰退的预期或已触底，美债收益率的小幅上升，短期内将利好股市。相比于美国刚刚回落的 PPI，我国 PPI 已持续回落数月，需求复苏过程中，PPI 与 CPI 剪刀差继续收窄。在 PPI 下行过程中，上游成本下降，中下游利润空间加大，盈利能力提升，因此，偏中下游行业的投资策略有望获得更多收益，建议关注盈利增速较快的通用设别、专用设备、电力设备等行业。具体来看，大国博弈背景下，高端制造行业将愈发受到重视，享受全球工业机器人智能制造加速升级红利的相关制造业有望迎来高增长；其次，在全球寻求传统石化能源代替的背景下，风电、光伏、新能源等科技制造行业长期增长空间较大。

3.2 黄金市场分析：美 CPI 同比出现拐点，美联储抑制高通胀压力减缓，金价延续反弹

8 月 12 日周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日下跌 4.6 美元，或-0.26%，收报于 1792.1 美元/盎司，但全周累计仍上涨 1.06%；美国 COMEX 黄金期货结算价上涨 8.3 美元，或 0.46%，收报于 1815.5 美元/盎司，全周累计上涨 1.36%。

图 17：本周伦敦现金和美国 COMEX 期金价格上涨超 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

伦敦现货黄金和美国 COMEX 期货黄金价格已从 7 月下旬以来连续反弹，本周继续上涨超 1%，主因是美国 7 月 CPI 同比从高点回落，通胀压力明显缓解，缓解未来美联储加息压力，同时美元指数跌逾 1%，创 6 月末以来新低。

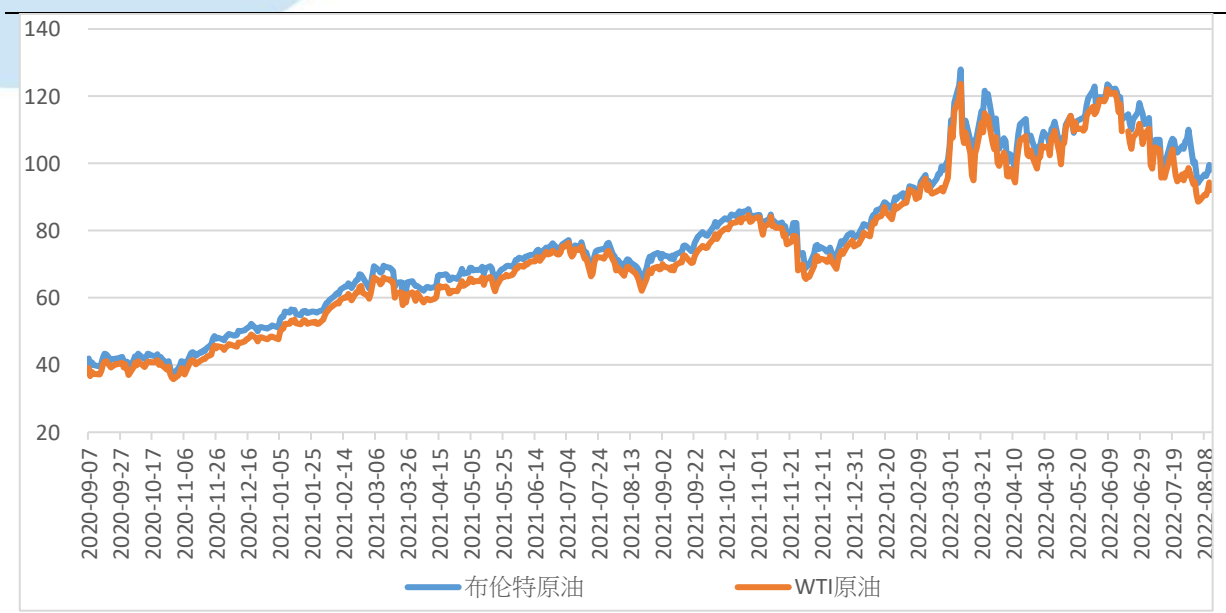
美国 CPI 和 PPI 同比增速均放缓，美联储加息预期放缓，黄金继续小幅上涨。美国 CPI 报告显示，自美联储今年开始加息以来首次出现降温迹象，7 月 CPI 为 8.5%，低于市场预期的 8.7%，而 6 月同比涨幅为 9.1%，为 41 年来的最高水平，主因是 7 月汽油价格下降了 7.7%，抵消了其他行业的上涨，而剔除波动较大的食品和能源成本的核心 CPI 较上年同期上升 5.9%，略低于预期，但与 6 月份持平。环比看，跌幅最大的是能源板块，环比下降 4.6%，但食品指数继续上涨，当月上涨 1.1%。美国 7 月 PPI 也出现两年来首次意外下降，年化增速为 9.8%，低于预期的 10.4%，而 6 月为 11.3%。市场普遍认为通胀可能见顶，并将在未来几个月呈下降趋势，并开始预期美联储在 9 月议息会议上可能会放缓加息步伐，上周公布的非农就业数据也强化了这一预期。

金价将继续反弹，但应谨慎冲高回落，中长期仍处于下跌通道。首先，技术面看，金价从 3 月超过 2000 美元高位一路下跌，在跌至 1700 美元附近遇到较强支撑后展开连续反弹，此轮上涨应未结束，但距离上方 1800-1850 美元的压力位已很接近，短期上涨空间不大；其次，基本面看，就业数据仍保持强劲，但消费、工业生产等其他数据趋向疲软，且 CPI 同比数据已出现周期性拐点，美联储加息步伐将减慢，9 月议息会议加息 50BP 的概率较大，美元指数将继续疲软，有利于金价继续反弹。不过考虑到新冠疫情导致全球经济增速整体放缓，人们消费能力下降，对黄金的实际需求将不足，中长期金价仍处在下降通道。

3.3 原油市场分析：美联储加息步伐可能放缓导致美元疲软，同时对俄制裁升级的可能性，推动油价深跌后反弹

8 月 12 日周五，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 1.45 美元，或-1.46%，收报于每桶 98.15 美元，但由于周三周四连续上涨，全周仍累计上涨 3.4%；美国 WTI 原油期货合约结算价下跌 2.25 美元，或-2.38%，收报于每桶 92.09 美元，全周累计上涨 3.46%。

图 18：本周两大国际油价反弹幅度超过 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

本周国际原油价格震荡回升，美联储加息降温，美元上行遇阻以及对俄制裁可能升级支撑油价反弹，全球

疫情再次加速蔓延及对伊朗原油禁运可能放宽也限制了油价大幅走高。

美国 7 月 CPI 涨幅放缓，市场对美联储鹰派加息的押注消退，美元指数跌至 6 月 30 日以来的新低，从而提升了原油吸引力。周三 CPI 报告公布后，市场减少了对 9 月政策会议上美联储将连续第三次加息 75BP 的押注，目前加息 50BP 的可能性增大。

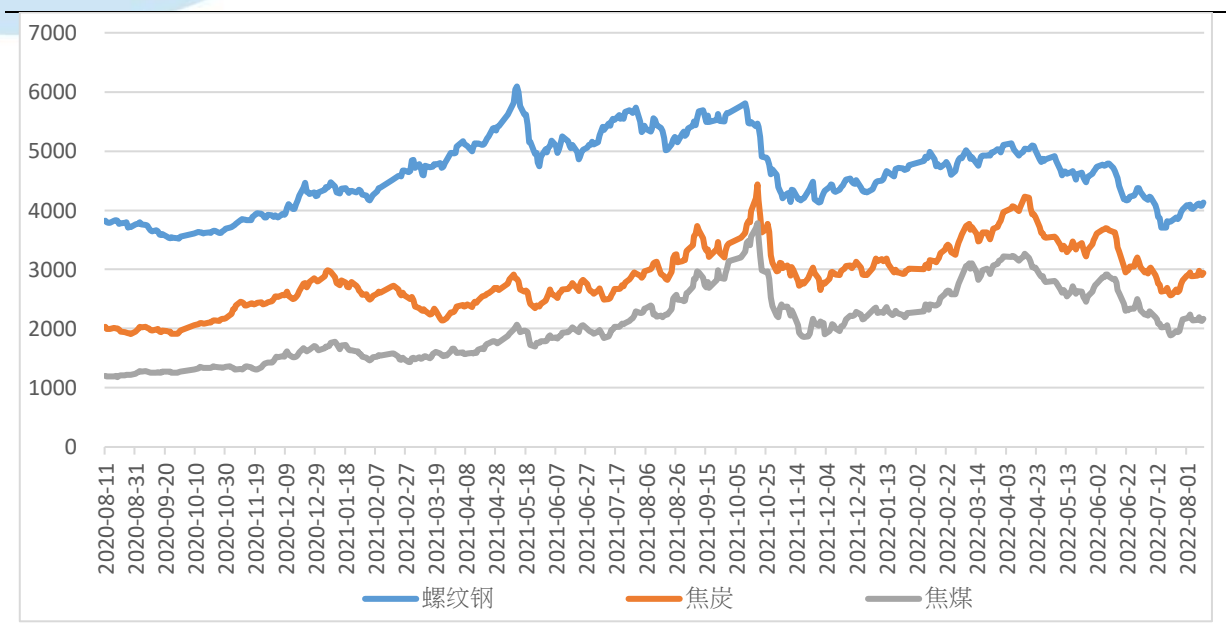
最近对俄罗斯制裁有效性的讨论有所增加，由于欧盟和其他西方国家对俄罗斯实施的制裁并没有导致俄罗斯经济崩溃，但他们认为这会对俄罗斯经济造成严重损害。尽管欧盟调整了上个月生效的对俄制裁措施，放宽了原有的俄罗斯石油公司和俄罗斯天然气工业股份公司的石油运输付款限制，但今年晚些时候欧洲新制裁将生效以及可能对俄罗斯实施更多制裁，原油价格压力仍会存在。

油价短期反弹后将下跌，中长期则趋于下行。一方面，对欧美经济衰退及中国经济放缓的担忧情绪将使得油价易跌难涨。美联储、英国央行等西方主要央行采取的激进紧缩政策已限制经济活动，威胁到全球经济增长前景，进而将降低燃料需求。另一方面，随着对俄罗斯原油的禁运可能增加，欧美已经倾向于放宽对伊朗原油的限制，寄希望于在短期内在伊核协议上达成一致，伊朗原油可能很快重返国际市场，全球供应紧张局面将得到有效缓解，我们认为短期油价可能继续下跌，反弹力度不会太大。而中长期，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，带动油价长期下行。

3.4 黑色产业链分析：利空因素逐渐消化，市场情绪边际改善，黑色系商品价格继续小幅反弹

8 月 12 日周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周五每吨上涨 105 元，收报于 4127 元/吨，涨幅 2.61%；焦炭价格每吨上涨 54.5 元，收报于 2944.5 元/吨，涨幅 1.89%；焦煤价格每吨上涨 28 元，收报于 2169 元/吨，涨幅 1.31%。

图 19：本周黑色系商品继续反弹（元/吨）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

国内经济状况边际好转，但房地产及钢铁行业仍在亏损，黑色系延续反弹，但反弹力度仍较弱。与螺纹钢需求有关的房地产、基建等下游行业的主要指标并没有出现根本性转变，但市场情绪在连续下跌后有改善，螺纹钢期货价格震荡反弹。一方面，随着各地疫情解封和复工复产，近期公布的各项经济数据边际上均有改善，包括上周公布的工业企业利润同比由负转正，加上有消息放出中央政府计划成立房地产稳定基金，且近期郑州、北京周边的廊坊是已放款限购政策，支持房地产企业发展，市场情绪有所改善，但钢铁企业在需求疲弱、上游铁矿石价格仍高的情况下普遍处于亏损状态，企业生产动力不足，目前主要靠消耗库存为主，这继续压制螺纹钢价格。后续看，螺纹钢价格向上仍有一定反弹空间，短期或加速上涨。

下游钢厂仍有一定生产需求，焦炭涨幅较大，但焦煤在生产整体过剩下反弹无力。随着各种利空不断出尽以及钢厂亏损程度达到高峰，焦炭焦煤期价也跟随大宗价格进入反弹阶段，由于焦化厂对钢厂来说握有较多定价权，因此焦炭价格反弹幅度偏大。后续看，双焦价格仍有反弹需求，但考虑到海南等部分地区疫情反弹，或对市场情绪再次造成打击，次轮上涨应为反弹而不是反转，预计双焦价格将温和上升。

3.5 人民币兑美元汇率分析：美国通胀数据超预期回落，美元指数一度下行，人民币兑美元汇率反弹

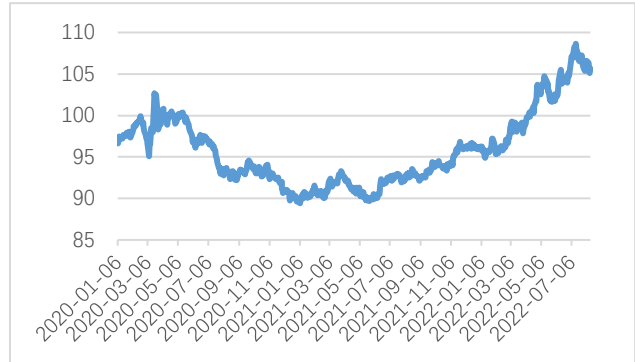
本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.7413，较上周下跌 0.01%。即期汇率报 6.7349，较上周上涨 0.23%，美元指数报 105.6788，本周下跌 0.8926。

本周美国通胀数据公布。周三公布的美国 CPI 数据以及周四公布的 PPI 数据均不及市场预期，呈现同比增长放缓，环比下行的趋势。受此影响，美元指数在周三 CPI 数据公布后断崖式下跌。本周多位美联储官员发言，多数官员表示虽然通胀数据短期出现下行，但单期数据的改善并不能说明通货膨胀已经结束，短期内美联储仍将坚持紧缩的货币政策。后半周，美元指数有所反弹。受本周美元指数走弱影响，人民币兑美元即期汇率有所上行。

美国近期通胀数据仍处于高位，整体来看，导致美国通胀的因素仍较为复杂，若需要美国通胀实质下行，美联储对于通胀预期的指引仍必不可少。但 7 月份 FOMC 决议上美联储增加了对于美国经济下行风险的关注，可能说明了美国经济近期减速较为明显，美联储不得不增加对于美国经济的关注程度。预计未来美联储的政策重心将更加均衡地分配在通胀以及美国经济上，美联储货币政策紧缩速度不确定性也有所增加，需进一步关注美国未来通胀、经济以及就业走势。

图 20：人民币兑美元汇率中间价上涨

图 21：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

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	标配	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, 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