

金融市场分析周报

(2022.08.22-2022.08.26)

报告摘要

- **工业企业利润：**工业品价格快速回落，下游需求仍低迷，前7个月工业企业利润同比增速再次转负。7月PPI数据表明工业品价格继续高位回落，且疫情扰动下消费和投资需求不足，价格和市场对工业企业营收和利润的拉动作用减弱，1-7月工业企业利润同比下降1.1%，回落2.2pct，为年内首次下降，测算后的7月当月数据更是大幅回落。上游的采矿业仍是工业企业利润的主要贡献项，中下游的制造业和电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润则是主要拖累项，但采矿业、制造业利润增速已出现边际下降迹象。8月全国多地疫情反复，加上高温干旱天气高温造成电力短缺，对工业生产造成一定扰动，部分行业产出下降，预计工业企业利润状况将改善有限。
- **资金面分析：**跨月临近，央行公开市场小额净投放，资金价格有所走高；预计跨月期间资金面仍将维持偏紧状态。本周央行公开市场累计进行了100亿元逆回购和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。月末临近，资金价格走高。在本月MLF缩量续作后，资金面抗冲击能力有所弱化。随跨月临近，资金面已经存在收紧趋势，预计下周跨月前资金面将维持当前的偏紧态势。
- **利率债：**LPR如期下调，本周召开央行信贷形势分析会及国常会，仍向宽信用引导，利率债虽回调但震荡格局未变，带来一定的交易机会。国常会在地方专项债、政策性金融工具提出要求，再次为稳经济加码，经济修复预期给利率债长端带来较大压力。同时央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，频率明显增加，推动信贷扩张意图明显。短期内受情绪影响偏空，同时利率债也有回调需求，但整

主要数据

上证指数	3240.7275
沪深300	4089.5205
深证成指	12018.1632

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: fuyjjs@avicsec.com

相关研究报告

外胀内滞仍是主要矛盾 —2022-08-28
金融市场分析周报 —2022-08-22
7月经济转弱，内松外紧的分歧加剧 —2022-08-21

体来看无超预期目标，同时地产修复也未见明显的乐观信号，在无明确反转信号前，债市仍旧以震荡为主。但在 MLF 下调的大背景下，震荡中枢下移，带来交易机会。

- **可转债：权益市场震荡整理、指数全面收跌，超八成可转债录得下跌行情，关注新能源汽车、光储景气赛道、盈利确定性强的龙头标的。**本周国内 LPR 非对称降息，国常会部署稳经济一揽子政策的接续政策措施，凸显稳地产、稳增长意图，美联储释放鹰派信号，加息预期下全球市场避险情绪升温，美股大跌、A 股走弱，关注新能源汽车、光储景气赛道、盈利确定性强的行业龙头。
- **权益市场：“新半军”全面回落，传统能源领涨。**本周沪指弱势回调，沪强深弱，北向资金小幅流出 46.97 亿元，上证综指最终报收 3236.22 点。海运出口景气度抬升，关注海运企业投资机会 7 月经济数据持续筑底，关注水泥行业的投资机会 7 月用电需求持续回暖，火电空间逐步打开航司业务量环比显著改善，航空有望触底回升。展望后市，稳增长政策暖风频吹，地产有望走出困局，与基建一同拉动整体经济回升，对 A 股上行提供支撑。国常会对地产、基建再次加码呵护，相关板块或将受益。其中有色金属，基础化工，家用电器，银行，建筑装饰等行业盈利韧性较强且估值处于历史较低位置，未来随地产企稳回升业绩有望迎来进一步增长，配置价值较大。经济仍处于修复阶段，短期内大盘或将小幅震荡。但流动性较为宽松，成长风格有望获得超额收益。高技术制造业韧性较强，可在其中挖掘结构性机会；其次，在电力方面利好政策刺激下，风电、光伏、新能源等科技制造行业短期或将反弹。
- **黄金：美联储坚持以降低通胀为主要目标，延续之前紧缩政策，金价继续承压。**周四前，美元相对疲软支撑了金价小幅上涨，但周五，美联储在全球央行年会上释放出坚定的紧缩信号，金价应声短线跳水，全周小幅收跌。近期公布的 PMI 数据表明，全球经济进一步衰退风险增大，后续对美元需求可能仍强劲，同时面对高通胀，全球主要央行仍将加息作为抗通胀的主要手段，美元未来将相对坚挺，不利于金价，预计金价短期将再次转入下跌趋势。

- **原油：OPEC+释放加大减产信号，俄输欧天然气暂停导致出口原油供应担忧加剧，油价连续反弹。**本周两大国际油价已连续两周反弹，一方面与近期油价跌幅过快、有反弹需求有关，另一方面俄罗斯原油供给担忧加重，也提振油价。欧美经济在加息力度不减下复苏动能减弱，中国经济也处于弱复苏状态，IMF 调低全球经济增速，最终将影响对国际原油的需求前景，这也是油价近期整体下跌的主因。尽管伊美谈判上出现新的情况，但伊朗原油大概率将最终进入国际市场，油价连续上涨的可能性不大，或延续下跌趋势。
- **黑色产业链：经济基本面及下游需求预期好转下，螺纹钢价格继续反弹，但焦炭焦煤价格走势分化。**公布的经济及相关需求同比数据较差，经济处于弱复苏状态，市场期待经济将企稳回升的概率增大，导致螺纹钢产量从底部反弹，价格出现一定反弹。近期山西等产煤大省相继发布暴雨预警，相关产煤区停工停产，给煤矿产量带来不小扰动，焦煤价格大涨。但上游成本的增加，加上下游需求仍疲软，使得焦企转化成本的能力有限，钢焦博弈持续僵持，从而导致焦炭价格大跌。
- **人民币兑美元汇率分析：美联储主席鲍威尔于全球央行年会发表鹰派言论，美元指数波动走高，人民币兑美元持续走弱。**本周美联储主席鲍威尔于杰克森霍尔全球央行年会上发言鹰派程度超市场预期。其于会上称恢复物价稳定可能需要在一段时间内保持限制性的政策立场，紧缩的政策可能为部分家庭企业造成痛苦，但目前放松货币政策为时过早。对此市场已经提前反应，美元指数于上周已经呈现上行趋势。本周多位美联储官员发言传递鹰派信息，但随月末临近，部分领先指标已经显示出美国经济走弱趋势愈发明显，两方面共同影响下美元指数整体呈现波段上行趋势。人民币兑美元汇率相应走弱。

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 工业品价格快速回落，叠加需求不足，1-7月工业企业利润同比增速再次转负.....	6
1.2 一周要闻.....	7
二、 固定收益市场分析.....	8
2.1 资金面分析：跨月临近，央行公开市场小额净投放，资金价格有所走高；预计跨月期间资金面仍将维持偏紧状态.....	8
2.2 利率债走势分析：LPR如预期下降，央行信贷形势分析会及国常会召开，利率债全线回调.....	10
2.3 存单信用债分析：存单发行量环比下降、净融资额延续负数，信用债净融资额环比下降，各期限及各评级信用债收益率全面上行.....	11
2.4 可转债分析：权益市场震荡整理、指数全面收跌，超八成可转债录得下跌行情，关注新能源汽车、光储景气赛道、盈利确定性强的行业龙头.....	13
三、 主要资产价格分析.....	14
3.1 权益市场分析：“新半军”全面回落，传统能源领涨.....	14
3.2 黄金市场分析：美联储坚持以降低通胀为主要目标，延续之前紧缩政策，金价继续承压.....	16
3.3 原油市场分析：OPEC+超幅度减产以及俄油供应担忧加剧导致原油价格连续反弹.....	17



3.4 黑色产业链分析：基本面及下游需求预期好转，加上供给扰动，螺纹钢价格继续反弹，但焦炭焦煤价格走势分化19

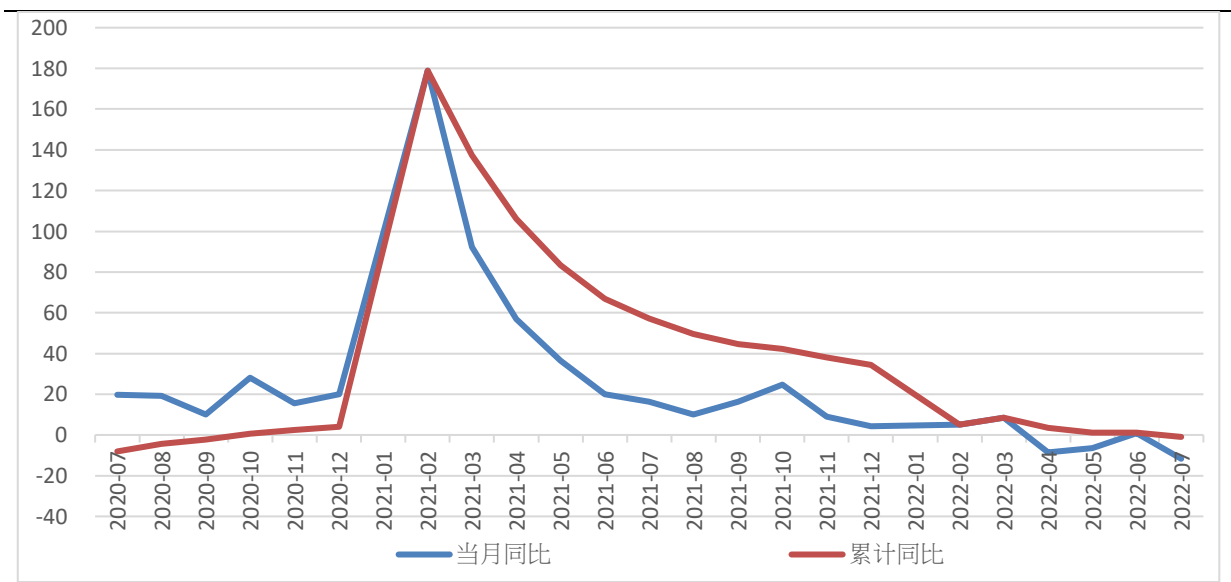
3.5 人民币兑美元汇率分析：美联储主席鲍威尔于全球央行年会发表鹰派言论，美元指数波动走高，人民币兑美元持续走弱19

一、 本周重点经济数据分析

1.1 工业品价格快速回落，叠加需求不足，1-7 月工业企业利润同比增速再次转负

工业品价格继续高位回落，疫情扰动下终端消费和投资需求均羸弱，价格 and 市场需求对工业企业营收和利润拉动作用减弱，工业企业利润增速出现明显回调。国家统计局 8 月 27 日公布的数据显示，1-7 月，全国规模以上工业企业实现利润总额 48929.5 亿元，同比下降 1.1%，增速较上半年回落 2.2pct，为年内第一次下降。依据测算，7 月当月工业企业实现利润总额 0.62 万亿元，同比下降 11.7%，明显低于 6 月的增长 4.5%，降幅创下年内最大。总结近一年来的利润增速变化情况，去年四季度和今年一季度工业企业利润同比分别增长 12.3% 和 8.5%，工业企业经营整体呈改善趋势，但 4 月和 5 月受到疫情明显冲击明显，增速同比分别为 -8.5% 和 -6.5%，之后随着疫情缓解和基本面反弹，6 月利润增速边际改善，而 7 月利润再次恶化，主要与工业品价格高位加速回落、疫情扰动下消费和投资需求不足有关。进入 8 月，全国多地疫情反复，加上高温干旱天气高温造成电力短缺，对工业生产造成一定扰动，部分行业产出或将有所下降，预计 8 月工业企业利润仍将承压，增速难有改善。

图 1：1-7 月工业企业利润累计增速再次由正转负，7 月当月利润增速快速下降（%）



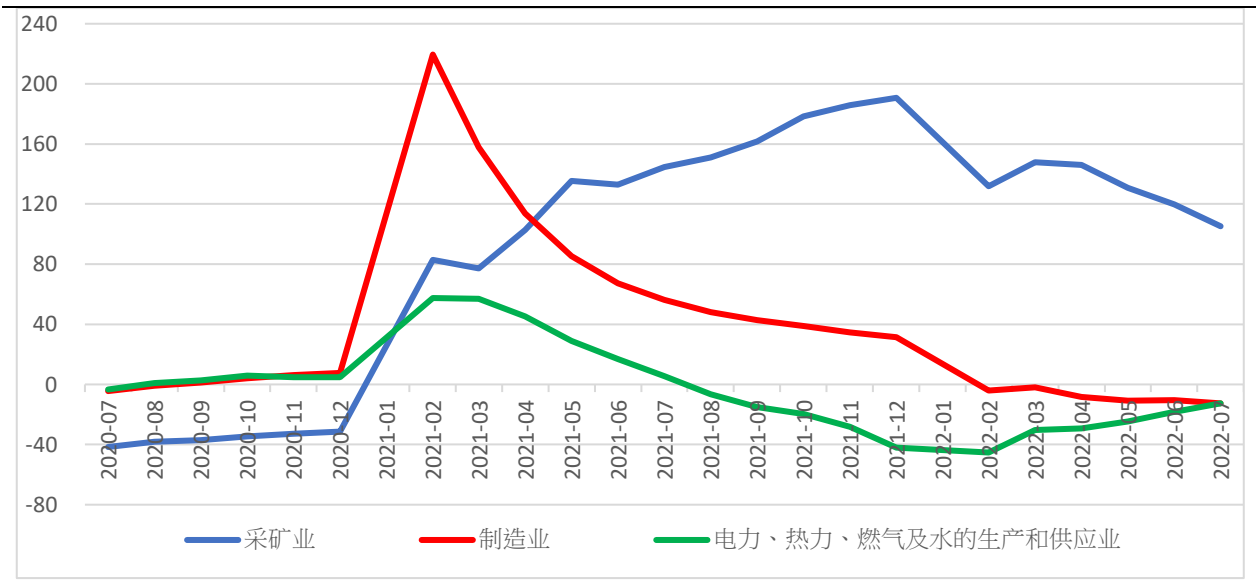
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

上游行业仍是贡献工业企业利润的重点领域，但增速已经在下降，制造业企业盈利困难依旧。从三大工业行业看，1-7 月累计，采矿业，制造业，电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润同比增速分别为 105.3%、-12.6%、-12.5%，前值分别为 119.8%、-10.4%、-18.1%，行业分化格局仍明显，上游的采矿业仍是工业企业利润主要来源，中下游的制造业和电力、热力、燃气及水的生产和供应业则是主要拖累项，但采矿业、制造业增速已经在下降。

具体到主要行业，1-7 月整体看，41 个工业大类行业中，有 16 个行业利润总额同比增长，25 个行业下降。上游行业中，煤炭开采和洗选业利润总额同比增长 1.41 倍，石油和天然气开采业增长 1.19 倍，增速均较 1-6 月有所回落。中游制造业中，7 月装备制造业利润同比增长 6.8%，连续三个月回升，增速较 6 月加快 2.7pct；汽车制造业利润延续高增速，大幅增长 77.8%，较 6 月环比上升 30.1pct，是拉动工业企业利润回升作用最大的

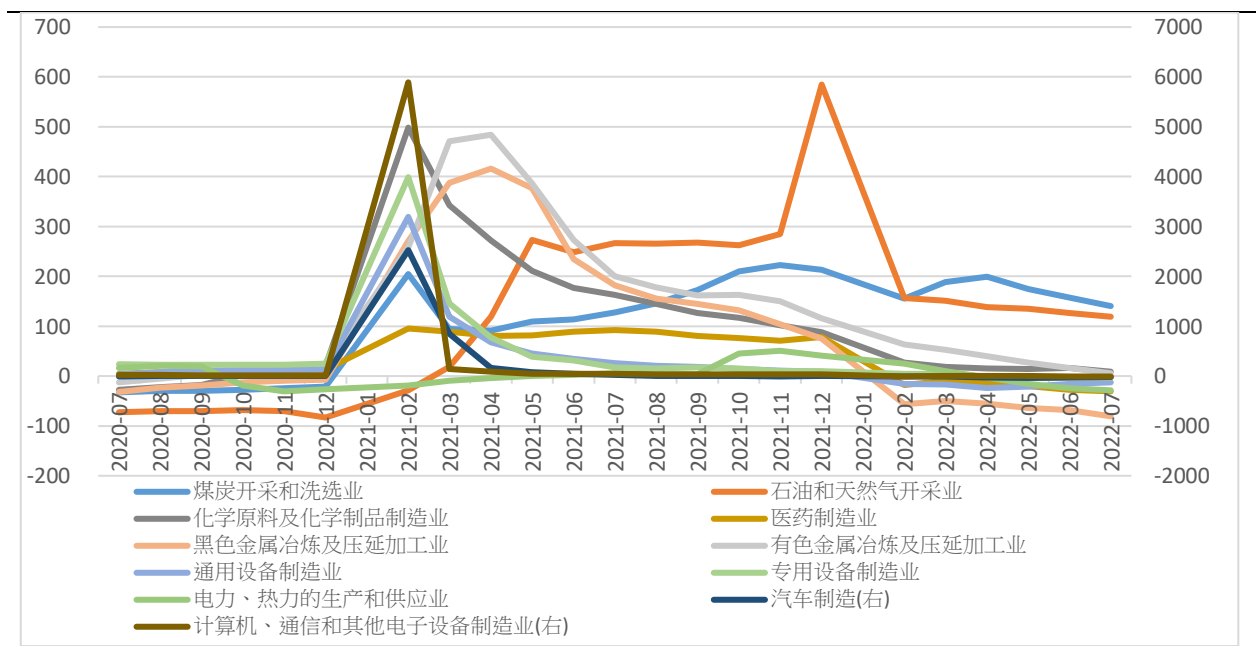
行业；仪器仪表、通用设备、专用设备行业利润分别增长 20%、5%、2.8%，利润均由降转增。下游行业中，纺织业、家具、农副食品加工业行业利润增速均有所下滑；受全球供应链受阻和居民消费需求不振影响，电子产业链成本和收入继续承压，计算机、通信和其他电子设备制造业利润降幅进一步扩大到 9.6%；南方地区持续高温，用电需求增加，带动电力、热力、燃气及水生产和供应业利润降幅环比收窄 5.6pct 至-12.5%，其中电力、热力的生产和供应业利润降幅 7.2%，延续收窄趋势。

图 2：1-7 月三大工业行业利润同比增速继续分化，采矿业和制造业增速下滑（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

图 3：上游行业利润增速放缓，中下游部分行业增速明显改善（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.2 一周要闻

1、8月LPR非对称降息：1年期降5bp，5年期以上降15bp

8月LPR报价下调，1年期LPR报3.65%，上次为3.70%；5年期以上品种报4.30%，上次为4.45%。本月LPR再次出现非对称下降，其中5年期以上LPR下降15个基点略超市场预期，同时也是自5月下降15个基点后的再次大幅度下降。数据显示，自2019年8月LPR改革以来，1年期LPR一共下调8次累计下调66bp，5年期以上品种共下调6次累计下调55bp。其中，2022年5月是唯一一次单独下调5年期以上品种；2022年以来，5年期以上LPR报价已经下调三次，累计下调35bp。

2、央行召开部分金融机构货币信贷形势分析座谈会

央行召开部分金融机构货币信贷形势分析座谈会，主要金融机构特别是国有大型银行，要充分发挥带头和支柱作用，保持贷款总量增长的稳定性。要增加对实体经济贷款投放，保障房地产合理融资需求，依法合规加大对平台经济重点领域的金融支持。政策性开发性银行要加大对网络型基础设施建设、产业升级基础设施建设、城市基础设施建设、农业农村基础设施建设、国家安全基础设施建设等重点领域相关项目的支持力度。

3、国常会部署稳经济一揽子政策的接续政策措施

据央视新闻，国务院领导人主持召开国务院常务会议，部署稳经济一揽子政策的接续政策措施，加力巩固经济恢复发展基础。会议指出，当前经济延续6月份恢复发展态势，但恢复基础不牢固。要坚持发展是解决我国一切问题的基础和关键，及时果断施策，保持合理政策规模，用好工具箱中可用工具，加力巩固经济恢复发展基础，又不搞大水漫灌、不透支未来。

4、美联储主席鲍威尔“放鹰”：仍将大幅加息抗通胀

鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上发表讲话表示，美联储将继续采取措施“强力”措施抗击通胀，但同时警告称强力的加息措施将为美国家庭和企业带来“痛苦”。鲍威尔表示，尽管美联储已连续四次加息，总计加息2.25个百分点，但“没有空间可以停下来或暂停”，将通胀降至2%仍然是美联储的重点目标。在通货膨胀问题得到解决之前，人们不应该指望美联储会迅速回拨。历史强烈警告不要过早放松政策。市场预期，美联储9月政策会议将加息50个基点或75个基点。

二、固定收益市场分析

2.1 资金面分析：跨月临近，央行公开市场小额净投放，资金价格有所走高；预计跨月期间资金面仍将维持偏紧状态

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场净投放400亿元

本周央行公开市场累计进行了100亿元逆回购和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100亿元逆回购到期，其中周一至周五均到期20亿元。

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	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	0	400	0	0
净投放	0	0	400	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: 月末临近, 资金价格走高。本周随月末临近, 隔夜及 7d 资金价格均呈现上行趋势, 本周三央行国库现金定存小幅净投放, 但对于资金价格向上走势影响较小。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.3423%, R007 加权平均升至 1.7981%; 交易所回购利率 GC001 加权平均升至 1.6690%, GC007 加权平均升至 1.8210%。

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	1.2264	1.1950	1.2099	1.2534	1.3423
	R007	1.5570	1.5335	1.5198	1.7120	1.7981
	R014	1.6842	1.6668	1.6891	1.6865	1.7002
	R021	1.7231	1.6896	1.8381	1.7829	1.9639
	R1M	1.6664	1.8043	1.7838	1.6491	2.2166
上交所协议回购	206001	3.2440	3.3340	3.2680	3.2120	
	206007	3.1540	3.3540	3.7940	3.6500	3.5680
	206014	4.1830	3.9370	3.6870	4.1990	4.4300
	206021	5.3350	5.0620	5.6350	5.1790	5.2350
	206030	5.4900	5.3120	5.6620	6.3700	5.4970
利率互换定盘: 1Y	FR007	1.9004	1.9160	1.9149	1.9401	1.9569

资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

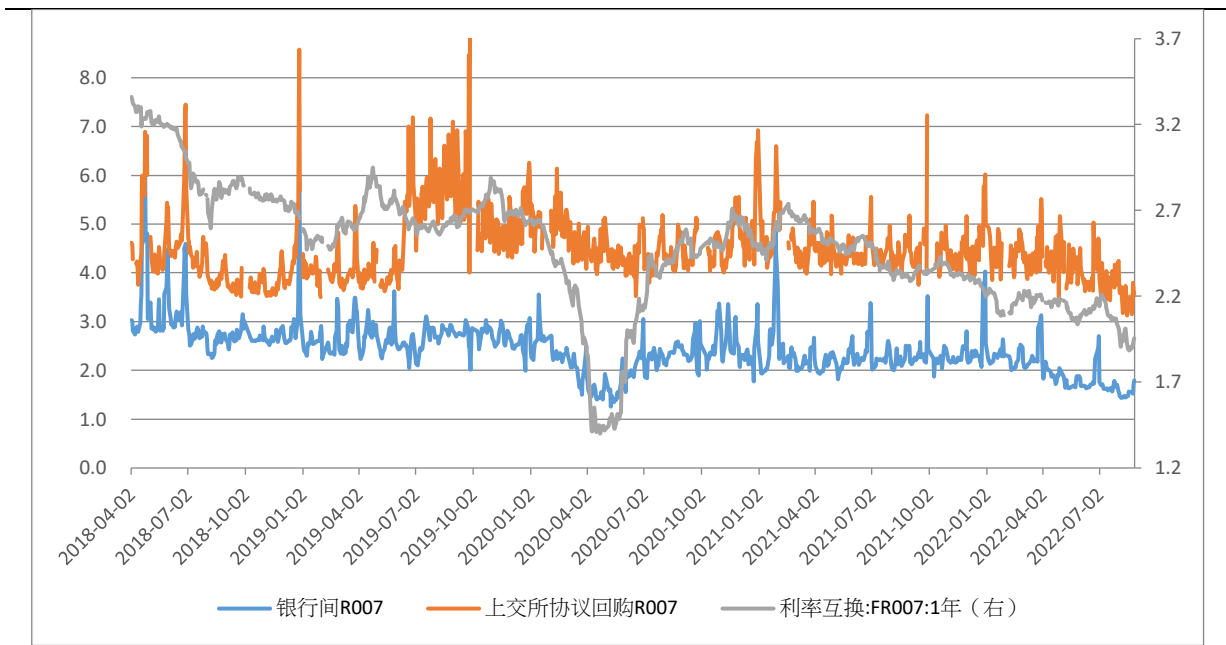
2) 资金面的展望: 跨月期间预计资金面将维持偏紧态势

央行召开部分金融机构货币信贷形势分析座谈会强调, 主要金融机构特别是国有大型银行, 要保持贷款总量

增长的稳定性，增加对实体经济贷款投放，保障房地产合理融资需求，依法依规加大对平台经济重点领域的金融支持。整体来看，下半年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回归正常的可能，但大幅收紧的概率仍不大。国常会提出“依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额，10 月底前发行完毕”，可能对未来资金面造成一定影响。

在本月 MLF 缩量续作后，资金面抗冲击能力有所弱化。下周从已经透露的信息来看政府债小幅净融资。本周跨月临近，资金面已经存在收紧趋势，预计下周跨月前资金面将维持当前的偏紧态势。关注跨月期间央行对资金面的支持情况。

图 4：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：LPR 如预期下降，央行信贷形势分析会及国常会召开，利率债全线回调

1) 利率债走势复盘：

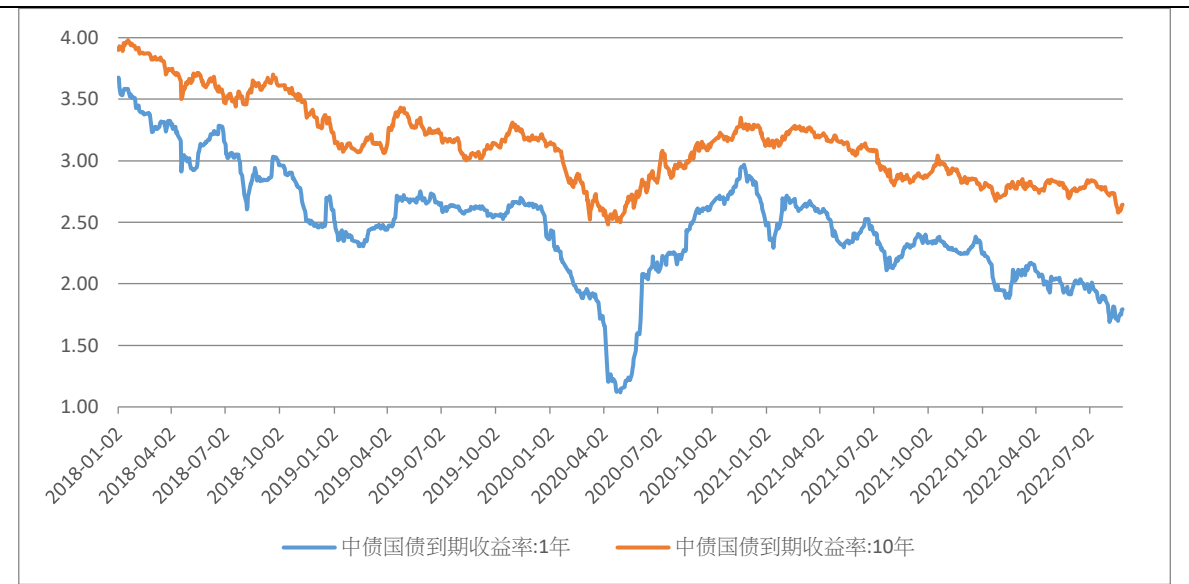
本周，逆回购到期和投放均为 100 亿，逆回购实现 0 投放，利率债回调。本周逆回购每日均完成 20 亿小额等额续做，资金面有所收紧，利率债全线回调。

周一，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%，当日 20 亿元逆回购到期，对冲到期，1 年期及 5 年期 LPR 分别下调 5BP、15BP 至 3.65% 及 4.3%，符合预期，受宽信用方向转变影响，利率债回调曲线走平，短端上行幅度较长端更大；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。消息面方面，昨日央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，召开频率明显提升，意在引导金融机构加大信贷投放，实现信用扩张，短期内影响债市情绪，长期效果需要观察。利率债有所上行，情绪较弱；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。短端今日优于长端；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。昨日国常会召开，增加 3000 亿元以上政策性金融工具额

度和 5000 亿元专项债限额，受此影响利率债再次全线上行 2bp 以上；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。消息面匮乏，资金面偏紧，短端上行较多，曲线走平。

本周 10 年期国债活跃券 220010 由 2.6250% 累计上行 3.75bp 至 2.6625%，10 年期国开活跃券 220210 由 2.8685% 累计上行 3.85bp 至 2.9070%。

图 5：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：LPR 如预期下调，本周召开央行信贷形势分析会及国常会，仍向宽信用引导，利率债虽回调但震荡格局未变，带来一定的交易机会。

国常会在地方专项债、政策性金融工具提出要求，再次为稳经济加码。“依法用好 5000 多亿元专项债结存限额”，增加 3000 亿元以上政策性开发性金融工具额度，允许地方“一城一策”运用信贷等政策。同时也对 LPR 有所提及，称仍要降低融资成本，LPR 未来仍有下降预期。国常会再次推出稳经济政策，结合 5 月政策后的各项数据，预计 9-10 月社融数据不会下降太多，经济修复预期给利率债长端带来较大压力，阶段性调整预期加大。

央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，频率明显增加，推动信贷扩张意图明显。

时隔三个月再次召开信贷形势分析会，主要系近期金融数据和经济数据较弱，需求端不及预期。为保持经济在合理区间运行，需要加大力度扩大信贷。预计短期内信贷会有所回升，关注近期社融数据，信贷扩张情况有待观察。短期内受情绪影响偏空，同时利率债也有回调需求，但整体来看无超预期目标，对经济影响是托住而非强力的拉动，同时地产修复也未见明显的乐观信号，在无明确反转信号前，债市仍旧以震荡为主。但在 MLF 下调的大背景下，震荡中枢下移，带来交易机会。

2.3 存单信用债分析：存单发行量环比下降、净融资额延续负数，信用债净融资额环比下降，各期限及各评级信用债收益率全面上行

1) 一级市场发行：存单发行量环比下降、净融资额延续负数，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 3,567.00 亿元，环比下降 9.77%，偿还量约 4,831.40 亿元，环比下降 0.72%，净融资额延续负数，为-1,264.40 亿元。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 2.31bp 报 1.3597%，3M 期存单平均发行利率较上周上行 17.52bp 报 1.6847%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 1.28bp 报 1.8537%，9M 存单平均发行利率较上周下行 7.57bp 报 1.9952%。

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 2,907.42 亿元，环比增长 10.31%，偿还量约 2,751.89 亿元，环比增长 26.13%，净融资额 155.53 亿元，环比下降 65.74%。

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上行，信用利差多数收窄

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上行 3.33~7.33bp，3 年期各评级信用债收益率上行 4.07~8.07bp，5 年期各评级信用债收益率上行 2.46~5.46bp。

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	2.116	2.30%	6.32
信用债(AAA):3 年	2.660	2.10%	8.07
信用债(AAA):5 年	2.963	0.60%	5.46
信用债(AA+):1 年	2.244	2.30%	7.33
信用债(AA+):3 年	2.788	1.60%	4.07
信用债(AA+):5 年	3.162	0.20%	2.46
信用债(AA):1 年	2.324	0.50%	3.33
信用债(AA):3 年	2.988	0.30%	8.07
信用债(AA):5 年	3.652	1.90%	5.46

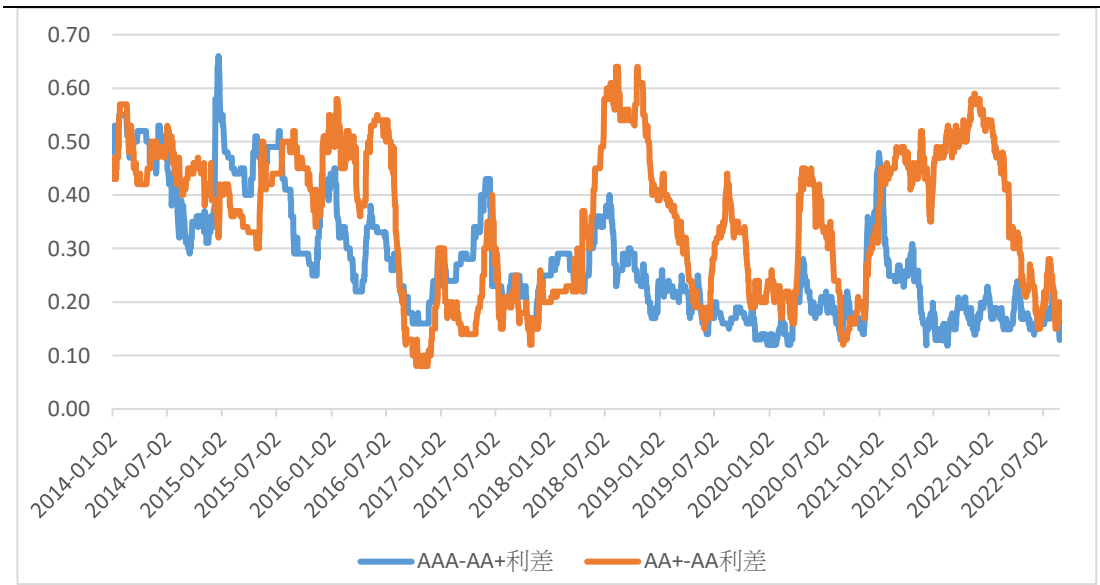
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

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，短端和长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 1.51~5.51bp，5 年期各评级信用利差被动压缩 1.74~4.74bp，3 年期 AA+级信用利差收窄 3.68bp，AAA 级、AA 级信用利差均走阔 0.32bp。

期限利差方面，高评级信用债收益率中端上行幅度最大、短端次之、长端最小，AAA 级 3Y-1Y 利差走阔 1.75bp、5Y-3Y 利差收窄 2.61bp，AA+级信用债收益率上行幅度短端>中端>长端，3Y-1Y、5Y-3Y 利差分别收窄 3.26bp、1.61bp；AA 级 3Y-1Y 利差走阔 4.74bp、5Y-3Y 利差收窄 2.61bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差收窄 4bp 至 13bp，AA 与 AA+之间的利差走阔 4bp 至 20bp。

图 6：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

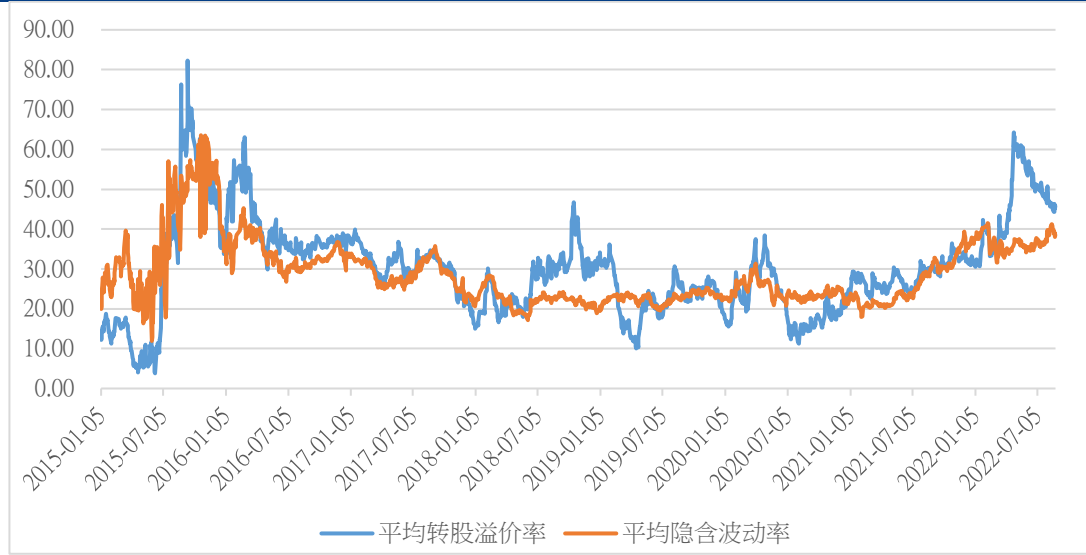
2.4 可转债分析：权益市场震荡整理、指数全面收跌，超八成可转债录得下跌行情，关注新能源汽车、光储景气赛道、盈利确定性强的行业龙头

1) 可转债走势复盘：权益市场震荡整理、指数全面收跌，超八成可转债录得下跌行情

本周权益市场震荡整理、指数全面收跌，上证指数本周收于3236.22 下跌0.67%，深证成指本周下跌2.42%，创业板指本周下跌3.44%，中小100 本周下跌1.92%。转债跌多涨少，上证转债下跌0.98%至361.72，深证转债下跌2.34%至314.30，中证转债下跌1.42%至419.13，其中超八成可转债录得下跌行情，三超转债、晶瑞转债、斯莱转债、中大转债、通光转债等领跌，泰林转债、傲农转债、花王转债、亚药转债、长久转债等领涨。一级方面，本周火箭转债1 只转债发行，永22 转债、京源转债、火星转债3 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，本周转股溢价率上行0.98pct，隐含波动率下行1.10pct，分别处于2015 年以来89%、90%历史分位数水平。

图 7：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、光储景气赛道、盈利确定性强的行业龙头

本周国内 LPR 非对称降息，1 年期降 5bp、5 年期以上降 15bp，国常会部署稳经济一揽子政策的接续政策措施，凸显稳地产、稳增长意图，货币政策亦将维持宽松基调，海外美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上发表讲话，表示将继续采取措施“强力”措施抗击通胀，加息预期下全球市场避险情绪升温、人民币贬值压力加大，美股大跌、A 股走弱，转债配置中可考虑以下方向：1) 7 月汽车制造业利润同比增长 77.8%，较上月加快 30.1 个百分点，是利润增长最快的行业之一，国务院总理李克强向 2022 世界新能源汽车大会致贺信，表示中国将继续以开放的姿态深化新能源汽车产业相关领域国际合作，以合作促发展，以发展促升级，新能源汽车政策面、基本面双重支撑未来发展机遇；2) 25 日工信部发布《关于推动能源电子产业发展的指导意见（征求意见稿）》，提出了能源电子产业的发展目标，主要包括太阳能光伏、新型储能电池、重点终端应用、关键信息技术及产品等领域，光储景气赛道有望延续高成长性；3) 中报披露接近尾声，市场博弈业绩兑现、行业走势分化或加剧，持续关注盈利确定性强的龙头标的。

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：“新半军”全面回落，传统能源领涨

1) 权益市场走势复盘：沪指周度收十字星，“新能源+”带动市场人气。

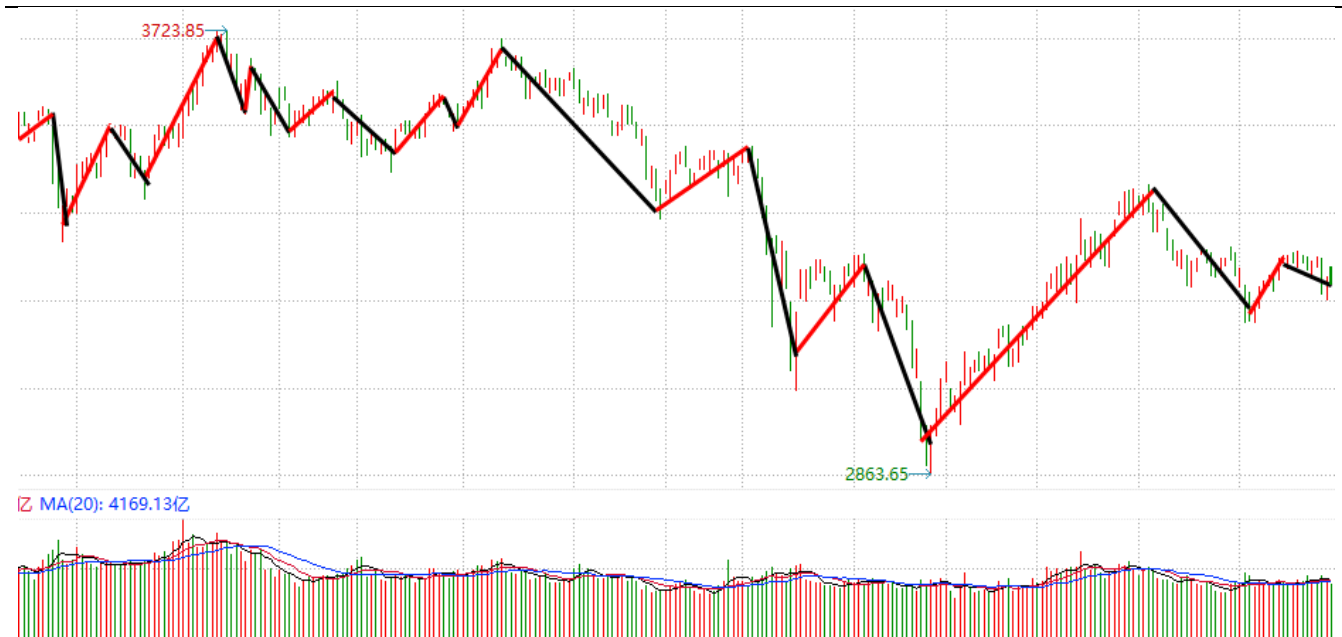
上证综指最终报收 3236.22 点，本周下跌 0.67%。同期深证成指下跌 2.42%，创业板下跌 3.44%。量能方面，沪指环比增量，分歧加大。盘面方面，传统行业转型新能源+的标的表现强势，预期差成为主要矛盾。

北上资金小幅流出，本周合计流出 46.97 亿元。本周价值强于价值，其中上证 50 上涨 0.03%，沪深 300 下跌 1.05%，中证 500 下跌 1.46%，创业板 50 下跌 3.81%，国证 2000 下跌 3.52%。茅指数下跌 2.25%，宁组合下跌 3.34%。

本周五个交易日，30 个中信一级行业 9 个行业实现上涨，其中煤炭、农林牧渔、石油石化分实现上涨 6.52%、

3.15%、2.26%。21 个行业下跌，其中电子、机械、国防军工分别下跌 5.95%、5.50%、5.48%。总体来看，本周传统煤炭再次走强，个股呈现普跌格局。

图 8：股指温和回调，后市短期或迎反弹



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 4.22，报 32283.4000 点，纳指本周下跌 4.44%，报 12141.7100 点，标普 500 指数本周下跌 4.04%，报 4057.6600 点。

图 9：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：“新半军”全面回落，传统能源领涨。

海运出口景气度抬升，关注海运企业投资机会。8月23日，乘联会表示，中国汽车出口市场近两年表现超预期增长。2021年的出口市场销量213.8万台，同比增102%。2022年1-7月的出口市场销量160.7万台，同比增长43%。7月中国汽车出口27.7万台，同比增长62%，创历史新高。我们认为未来受益于新能源汽车全球化，汽车出口强势将拉动汽车海运需求。建议关注特种货物运企业的投资机会。

7月经济数据持续筑底，关注水泥行业的投资机会。7月经济数据发布，基建投资完成额1.65万亿，同比增长11.5%。基建增速基本符合市场预期。其中电力、交运、公用7月投资增速分别为15.1%、2.1%、18.4%，公用水利是基建投资的主要驱动力。其中值得关注的是7月水泥产量1.9亿吨，同比下降7%，降幅收窄，需求处于疲软状态。预计9月份开始随着施工旺季到来。水泥价格将有所支撑并迎来恢复性上涨。从估值来看，短期水泥板块已经具备较高投资性价比，建议关注水泥行业的投资机会。

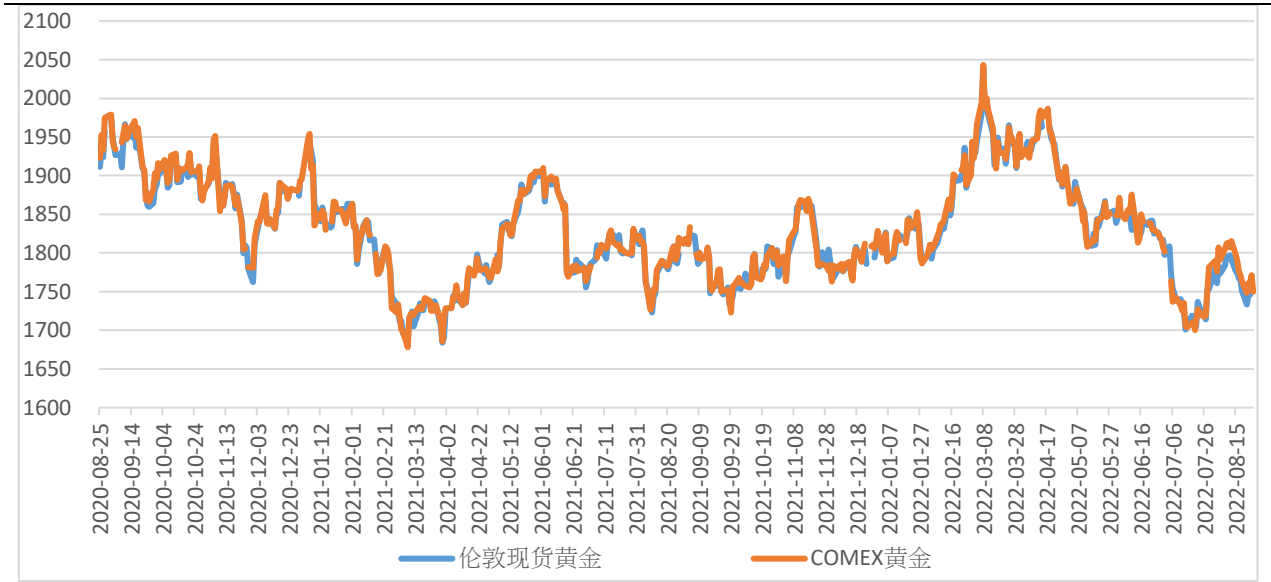
7月用电需求持续回暖，火电空间逐步打开。7月，全社会用电量累计8324亿千瓦时，同比增加6.3%，增速较去年同期下降7.38%。分产业看，2022年7月第一产业用电量121亿千瓦时，同比增长14.3%；第二产业用电量5132亿千瓦时，同比减少0.1%；第三产业用电量1591亿千瓦时，同比增长11.5%；城乡居民生活用电量1480亿千瓦时，同比增长26.8%。2022年7月份，我国发电量为8059亿千瓦时，同比增长4.5%，增速比去年降低5.1%。其中火电同比增长5.3%，水电同比增长2.4%，风电同比增长5.7%，核电同比下降3.3%。我们建议关注火电转型新能源运营标的。

航司业务量环比显著改善，航空有望触底回升。各航司运力投放、旅客周转量显著修复。其中三大航7月ASK同比下降21.7%，较19年下降45.6%，环比提升48.9%；RPK同比下降28.6%，较19年下降54.9%，环比提升55.0%。客座率68.1%，同比下降7.1%，相较19年下降14.0%，环比提升2.7%。我们认为市场在供给逻辑确信的前提下，会逐步关注需求端表现，而国际航线是其中重要环节，建议关注三大航的投资机会。

展望后市，稳增长政策暖风频吹，地产有望走出困局，与基建一同拉动整体经济回升，对A股上行提供支撑。国常会对地产、基建再次加码呵护，相关板块或将受益。其中有色金属，基础化工，家用电器，银行，建筑装饰等行业盈利韧性较强且估值处于历史较低位置，未来随地产企稳回升业绩有望迎来进一步增长，配置价值较大。经济仍处于修复阶段，短期内大盘或将小幅震荡。但流动性较为宽松，成长风格有望获得超额收益。高技术制造业韧性较强，可在其中挖掘结构性机会；其次，在电力方面利好政策刺激下，风电、光伏、新能源等科技制造行业短期或将反弹。

3.2 黄金市场分析：美联储坚持以降低通胀为主要目标，延续之前紧缩政策，金价继续承压

周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日下跌2.3美元，或-0.13%，收报于1751.25美元/盎司，全周累计仅微涨0.03%，几乎收平；美国COMEX黄金期货结算价下跌21.6美元，或-0.74%，收报于1749.8美元/盎司，全周累计跌幅0.74%。

图 10: 本周伦敦现金价格微涨, 美国 COMEX 期价小跌 (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

本周四之前, 由于美元疲软, 支撑金价小幅上涨, 但周五, 美联储在全球央行年会上释放的坚持紧缩信号, 导致金价短线跳水, 金价继续承压。

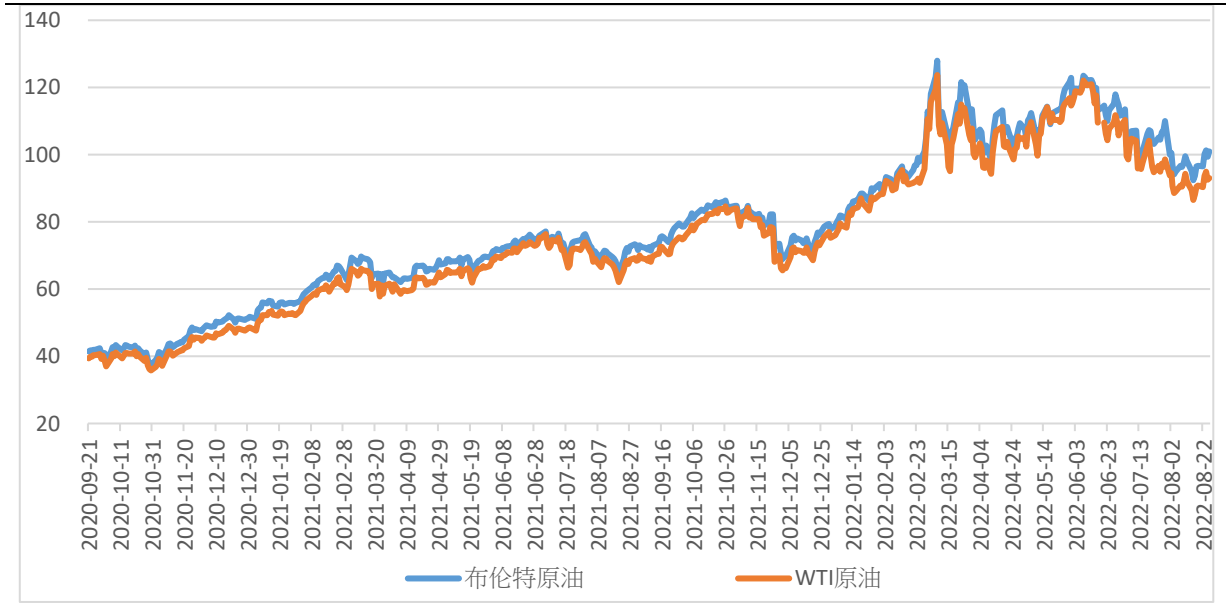
消息面上, 美联储主席鲍威尔周五在杰克逊霍尔全球央行年会上发表讲话, 称 7 月数据不足以让央行相信通胀正在下降, 不会“过早”放松政策, 这引发现货黄金下跌近 10 美元至 1741.36 美元/盎司。鲍威尔在会上称, 可能在一段时间内要求采取限制性政策, 恢复价格稳定需要一段时间, 这需要“有力地”使用央行的工具。经济继续显示强劲的基本面动力和潜在动力, 历史告诫我们不要“过早”放松政策。鲍威尔直言, 降低通胀可能会以牺牲稳定的就业市场为代价, 他承认虽然利率上升、经济增长放缓和就业市场疲软会降低通胀, 但也会给家庭和企业带来一些痛苦, 这些都是降低通胀的不幸代价, 但不能恢复物价稳定将意味着更大的痛苦。这表明, 美联储愿意接受相应的代价来达成降通胀目标。

市场数据上, CFTC 最新数据显示, 截至 8 月 23 日当周, COMEX 黄金期货投机性净多头寸减少 15910 手至 30326 手, 为连续第二周下降, 说明黄金需求仍然不足。

金价或继续回落, 中长期仍处于下跌通道。一方面, 疫情反复、供应链扰动和俄乌冲突下, 全球经济衰退担忧有增无减, 对美元需求仍强劲; 另一方面, 全面主要国家面临高通胀状况下, 各国央行坚持紧缩的货币政策, 其中以美联储和英国央行为主要代表, 紧缩政策大概率延续到明年, 如果通胀水平下降较慢, 政策可能加速收紧, 因此美联储 9 月议息会议加息 75BP 的概率增加, 进一步支撑美元指数, 从而不利于金价, 预计金价短期再次转入下跌趋势。

3.3 原油市场分析: OPEC+超幅度减产以及俄油供应担忧加剧导致原油价格连续反弹

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 1.65 美元, 或 1.66%, 收报于每桶 100.99 美元, 全周累计涨幅 4.41%; 美国 WTI 原油期货合约结算价上涨 0.54 美元, 或 0.58%, 收报于每桶 93.06 美元, 全周累计涨幅 2.52%。

图 11：本周两大国际油价连续第二周反弹（美元/桶）


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周两大国际油价连续两周震荡反弹，其中布伦特油价涨超 4%，一方面与近期油价跌幅过大有关，但另一方面，OPEC+减产可能以及俄罗斯原油供给担忧加重是提振油价的主因。

本周 OPEC+公布的最新产量数据显示，7 月 OPEC+日产量比额定目标低 289.2 万桶，也使得减产执行率达到 546%，高于 6 月的 320%，西方对一些产油国的制裁以及部分产油国的投资不足是产量未达标背后的主要因素。本周沙特能源部长公开表示，面对油价不断下跌，OPEC+拥有应对市场挑战的手段，包括以不同的形式随时削减产量，以应对与伊朗达成核协议导致伊朗重返石油市场的可能性。他还认为，当前原油市场已陷入恶性循环，流动性非常稀薄，极端波动破坏了市场有效发现价格的基本功能。目前，仅沙特和阿拉伯有多余的产能来弥补产量的损失，如果油价持续下跌，OPEC+有从明年开始制定新的减产协议的能力。

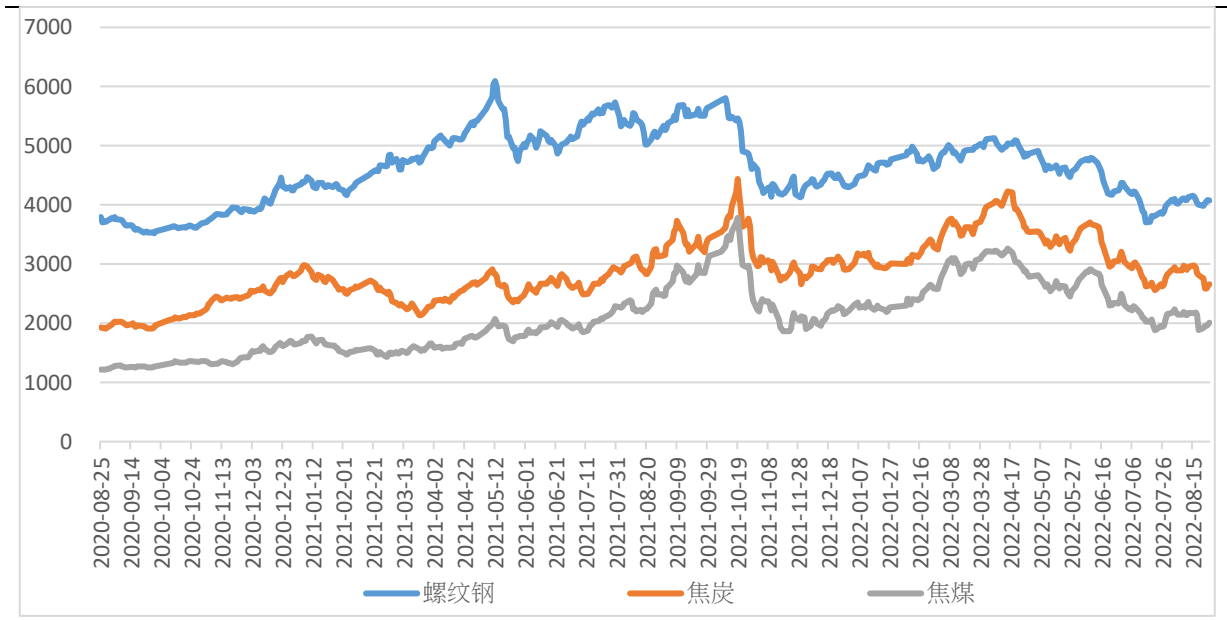
俄罗斯决定将北溪 1 号管道在 8 月底关闭三天，给欧洲的天然气供应带来进一步的干扰，也对原油供应产生更多担忧。俄罗斯天然气工业股份公司本周表示，“北溪-1”天然气管道将于 8 月 31 日至 9 月 2 日期间进行例行维护，暂停供气 3 天，并表示工作完成后，在设备没有出现技术故障的情况下，天然气运输将恢复到每天 3300 万立方米的水平。俄罗斯原油供给的担忧情绪支持油价。

油价短期反弹后将 继续下跌，中长期趋于下行。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，美联储坚持加息策略以将通胀水平降至正常水平，其他主要央行也多采用紧缩策略，市场预期英国央行可能将基准利率升至 4%，这将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，双方在伊核协议上达成一致的可能性增高，伊朗原油或很快重返国际市场，原油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。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：基本面及下游需求预期好转，加上供给扰动，螺纹钢价格继续反弹，但焦炭焦煤价格走势分化

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周五每吨上涨 80 元，收报于 4078 元/吨，涨幅 2%；焦炭价格每吨下跌 152 元，收报于 2656.5 元/吨，跌幅 5.41%；焦煤价格每吨大涨 120.5 元，收报于 2007 元/吨，涨幅 6.39%。

图 12：本周螺纹钢期价继续反弹，焦炭大跌，但焦煤大涨（元/吨）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

螺纹钢产量低点拐点已现，预计终端需求和利润预期改善下，钢厂趋向采用增产策略，供应延续回升态势，螺纹钢价格反弹。7 月经济数据和工业企业利润数据表明，国内经济仍然因需求不足而表现十分低迷，随着降息的效果显现，经济有边际好转的预期，这提振了螺纹钢需求。实际市场数据方面，本周螺纹钢产量 269.46 万吨 (+4.28)，继续回升；表需在上周虚高的情况下本周如期下修，为 284.72 万吨 (-26.53)，出现稳定迹象；库存方面，螺纹钢库存环比下降 15.26 万吨，供增需减下去库速度基本回到往年同期正常水平，去库速度有减弱现象。

焦化厂连续提涨后，企业利润得到一定修复，焦企生产积极性得到一定提高，焦炭产量止跌回升，但下游需求未见实质性恢复，焦炭的供应释放并不能顺利流转至下游，钢焦博弈预计将进入僵持阶段。数据方面，本周焦企产能利用率为 71.5% (+2.9)，日均产量 64.8 万吨 (+2.9)，库存 90.9 万吨 (-7.7)。近期山西内蒙等产煤大省相继发布暴雨预警，并要求相关区域煤矿停工撤离，极端天气给煤矿产量释放带来一定扰动，导致焦煤价格大涨。

3.5 人民币兑美元汇率分析：美联储主席鲍威尔于全球央行年会发表鹰派言论，美元指数波动走高，人民币兑美元持续走弱

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.8486，较上周下跌 0.6185%。即期汇率报 6.8621，较上周下跌 0.7828%，美元指数报 108.8564，本周上涨 0.7462。

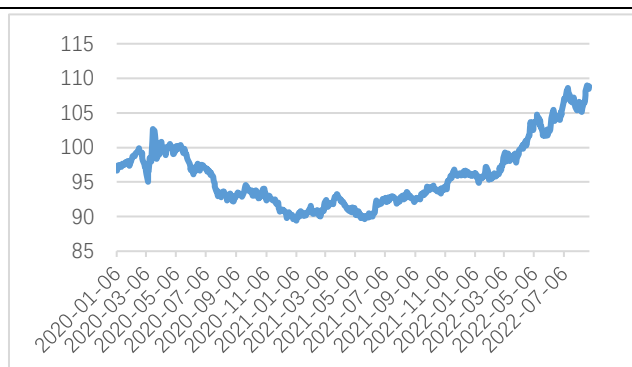
本周美联储主席鲍威尔于杰克森霍尔全球央行年会上发言鹰派程度超市场预期。其于会上称恢复物价稳定可

能需要在一段时间内保持限制性的政策立场，紧缩的政策可能为部分家庭企业造成痛苦，但目前放松货币政策为时过早。对此市场已经提前反应，美元指数于上周已经呈现上行趋势。本周多位美联储官员发言传递鹰派信息，但随月末临近，部分领先指标已经显示出美国经济走弱趋势愈发明显，两方面共同影响下美元指数整体呈现波段上行趋势。人民币兑美元汇率相应走弱。

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，短期内美联储仍将持续坚持紧缩的货币政策。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，中长期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 13: 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 14: 美元指数上行


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, zengjih@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