

金融市场分析周报

(2022.08.29-2022.09.02)

报告摘要

- **PMI: 受疫情散发、高温天气等因素扰动, 经济复苏不及预期, 制造业持续萎缩, 非制造业扩张放缓。**海南、西藏等地新发疫情, 加上百年一遇的高温干旱, 中国经济复苏继续承压, 8月非制造业PMI回落, 表明扩张速度放缓, 制造业继续萎缩。但也有好的一面, 新订单指数等制造业部分指标有改善迹象。现在看, 三季度反弹力度相对偏弱, 不及此前预期, 部分反弹或延迟到四季度, 疫情及防疫政策变化和房地产市场变化仍为主要影响因素。
- **资金面分析: 跨月一周央行未进行进一步投放, 资金价格有所走高; 预计下周月初资金市场将回归平稳。**本周央行公开市场共有100亿元逆回购到期, 本周央行公开市场累计进行了100亿元逆回购操作, 因此本周资金投放规模完全对冲到期量。跨月期间资金价格走高。随跨月结束, 月初冲击资金面的因素较少, 预计下周资金面整体平稳。
- **利率债: PMI弱修复, 本周再次召开国常会, 仍要加强政策力度, 利率债经上周回调后本周再次接近低点, 磨底可能性较大, 短期内较难突破。**PMI数据表现较弱, 经济仍旧承压, 不容乐观。国常会再次召开, 要求扩大有效投资, 在房地产和汽车方面继续支持居民大宗消费。本次国常会更加强调督导和落实, 强调政策的配合, 今年政策端一直在发力, 且力度较大, 今年能够出增量政策的概率较小, 后续关注新增政策力度及落实情况, 利率债长端目前已再次探底, 叠加政策力度加大的稳增长态势, 调整压力较大。
- **可转债: 权益市场持续调整、三大指数全面收跌, 近八成可转债录得下跌行情, 关注传统能源、半导体板块、价值风格、低价转债。**8

主要数据

上证指数	3199.9118
沪深300	4015.4264
深证成指	11678.6946

主要指数走势图



作者

符旸 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

地产仍无明显起色, 人民币贬值有望告一段落
—2022-09-04
需求弱修复, 中下游制造业企业成本压力减小
—2022-09-01
金融市场分析周报 —2022-08-30

月 PMI 数据环比有所回升但仍处于荣枯线下方，经济修复动能偏弱，成都、深圳多地疫情反复加剧不确定性，叠加海外美联储加息预期增强推升市场避险情绪，A 股持续下跌，前期涨幅较高的中小成长风格明显走弱，关注传统能源、半导体板块、价值风格、低价转债。

- **权益市场：美债收益率再次冲高，赛道股全面回落。**本周沪指弱势回调，沪强深弱，北向资金小幅流入 4.41 亿元，上证综指最终报收 3186.48 点。美国 GPU 出口限制，AI 芯片国产替代有望加速 8 月地产销售延续弱势，重点关注龙头房企的投资机会生猪价格上涨，养殖板块在迎配置新机 9 月苹果新品发布会将近，关注果链投资机遇。展望后市，稳增长政策暖风频吹，中秋、国庆节前资金受避险情绪驱动为控制回撤易流向大盘价值股，但本周大盘蓝筹股虽出现反弹但上涨动力不足，价值风格的反弹或难持续，后续走势取决于经济的修复情况。美联储鹰派发言叠加缩表幅度即将加大，短期内成长风格仍将受到一定压制，中期在盈利及估值的共振下成长有望继续上行。建议关注在政策利好下打开盈利天花板的光伏下游相关企业及其他高技术制造业中的结构性机会。
- **黄金：美失业率小幅上升无力逆转美联储鹰派政策，美元继续升高，金价持续承压下跌。**金价连续三周下跌，本周下跌约 2%，与此同时，美元指数创下三连涨，盘中创下 20 年新高，主因是美国 8 月失业率上升，但无法对美联储大幅收紧货币政策产生实质性影响。后续看，全球经济衰退担忧有增无减，对美元需求仍强劲，加上高通胀持续不下，全球主要央行仍以降低通胀为主要施政目标，大幅紧缩货币仍为主基调，将进一步支撑美元指数，从而不利于金价。
- **原油：全球经济增长担忧及鹰派政策继续打压原油等大宗商品价格。**国际原油价格本周重新转入下跌，主因是市场对全球增长疲软担忧持续以及全球央行鹰派立场打压大宗商品价格。整体看，美联储及其他主要央行采取强硬货币政策，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。但 G7 将对俄罗斯石油出口价格设置上限、OPEC 可能减产及伊美核谈判陷入停滞也将对油价产生一定支撑。

- **黑色产业链：基本面未见明显改善，加上主要央行趋鹰打击大宗价格，黑色系商品继续大跌。**螺纹钢价格仍受制于房地产行业复苏状况，30城地产成交维持低位，资金仍难以改善，新开工降幅扩大，旺季需求或旺季不旺，但政策性银行专项借款有望出台，支持住宅项目交付，需求预期有所好转，预期短期钢价震荡运行。焦炭近期供需双增，但下游钢厂利润低位运行，原料采购态度谨慎，焦钢博弈持续，预计双焦价格短期内延续震荡走势。
- **人民币兑美元汇率分析：美联储官员发言持续透露鹰派信息，美国8月份非农数据超预期，美元指数持续走高。**本周多位美联储官员发言，多数坚持保持较强的紧缩速度以应对通胀，美元指数本周整体呈波动上行态势。本周美国8月份非农就业数据公布，虽然超市场预期，但相较7月份出现较为明显的回落。从细节数据来看，居民就业意愿有所提升，劳动参与率上行的同时失业率也有所提升，平均时薪同比增速放缓但仍处于高位。8月份非农数据说明美联储前期政策有所见效但程度仍不理想，美联储短期内放缓紧缩的可能性有限。数据公布后，美元指数一度下行后反弹。受美元指数走高影响，本周人民币兑美元汇率持续走弱。

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 受疫情散发、高温天气等因素扰动，经济复苏不及预期，制造业持续萎缩，非制造业扩张放缓	6
1.2 一周要闻	8
二、 固定收益市场分析	9
2.1 资金面分析：跨月一周央行未进行进一步投放，资金价格有所走高；预计下周月初资金市场将回归平稳	9
2.2 利率债走势分析：PMI 弱修复，疫情反复，利率债下行后震荡。 11	
2.3 存单信用债分析：存单净融资额由负转正，信用债发行量、净融资额环比增长，各评级信用债收益率中短端下行、长端上行	12
2.4 可转债分析：权益市场持续调整、三大指数全面收跌，近八成可转债录得下跌行情，关注传统能源、半导体板块、价值风格、低价转债 14	
三、 主要资产价格分析	15
3.1 权益市场分析：美债收益率再次冲高，赛道股全面回落。	15
3.2 黄金市场分析：美失业率小幅上升无力逆转美联储鹰派政策，美元继续升高，金价持续承压	18
3.3 原油市场分析：全球经济增长担忧及鹰派政策继续打压原油等大宗商品价格	19
3.4 黑色产业链分析：基本面未见明显改善，加上主要央行趋鹰打击大宗价格，黑色系商品继续大跌	20



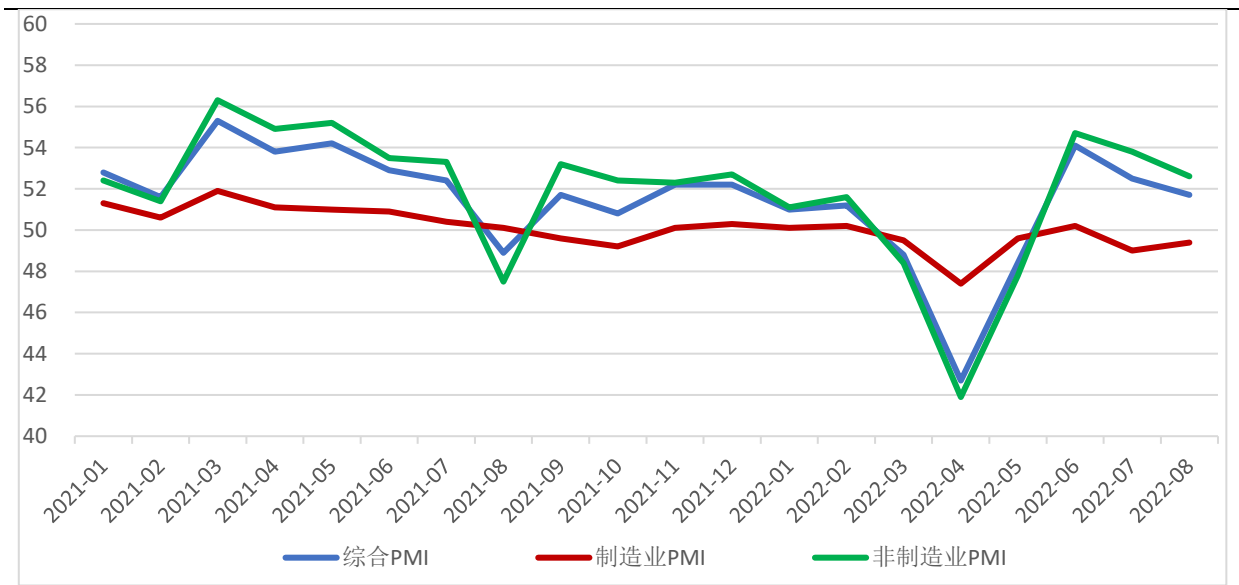
3.5 人民币兑美元汇率分析：美联储官员发言持续透露鹰派信息，美国
8 月份非农数据超预期，美元指数持续走高..... 21

一、 本周重点经济数据分析

1.1 受疫情散发、高温天气等因素扰动，经济复苏不及预期，制造业持续萎缩，非制造业扩张放缓

疫情散发、高温天气等不利因素影响下，内需继续不振更多拖累非制造业表现，经济复苏继续减缓，制造业尽管仍在萎缩，但部分指标有改善。8月新冠疫情在海南、西藏等地区新出现，相关封控措施继续给当地经济造成不利冲击，加上近一段时间以来全球多地包括中国遭受几百年以来的严重干旱，对一些行业企业生产造成扰动，从而拖累整体经济表现。国家统计局于8月31日公布的经济景气度调查数据显示，8月制造业采购经理人指数（PMI）为49.4，较上月回升0.4个百分点，好于市场预期的94.2，但仍连续两个月处于收缩区间；非制造业商务活动指数下降1.2个百分点至52.6；非制造业PMI降幅大于制造业PMI的升幅，拖累8月综合PMI下降0.8个百分点至51.7，维持在荣枯线之上，说明企业生产经营活动总体延续恢复态势，但扩张力度有所减弱。国内疫情持续多点散发，叠加房地产下行、中美竞争不减等因素，给中国经济复苏增加了不确定性，增长前景持续承压。目前看，在二季度经济受疫情冲击严重下滑后，三季度反弹相对较弱，不及此前预期，部分反弹或延迟到四季度显现，未来值得关注的两大因素是疫情及防疫政策变化和房地产。

图 1：8月制造业 PMI 回升，但非制造业 PMI 继续下降（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

从制造业各分项数据看，大多数指标仍处于荣枯线之下，但部分指标也出现了改善迹象。供需端看，供需继续处于较低水平，8月生产指数为49.8，与上月持平；新订单指数为49.2，高于上月0.7个百分点，均连续两个月低于荣枯线，表明制造业供需恢复力度仍待加强。其中，新出口订单指数回升0.7个百分点至48.1，2021年5月以来一直处于收缩区间。不同行业出现分化，因传统假日中秋临近，农副食品加工、食品及酒饮料精制茶等行业的生产指数和新订单指数均升至55以上的较高景气区间，说明近期市场需求加快释放，企业积极备货，但纺织、化学原料及化学制品、非金属矿物制品等行业的两个指数均低于45，企业产需回落明显。

就业端，供需不振导致制造业就业持续低迷。8月从业人员指数微升0.3个百分点至48.9，仍低于此前两

年的平均水平。

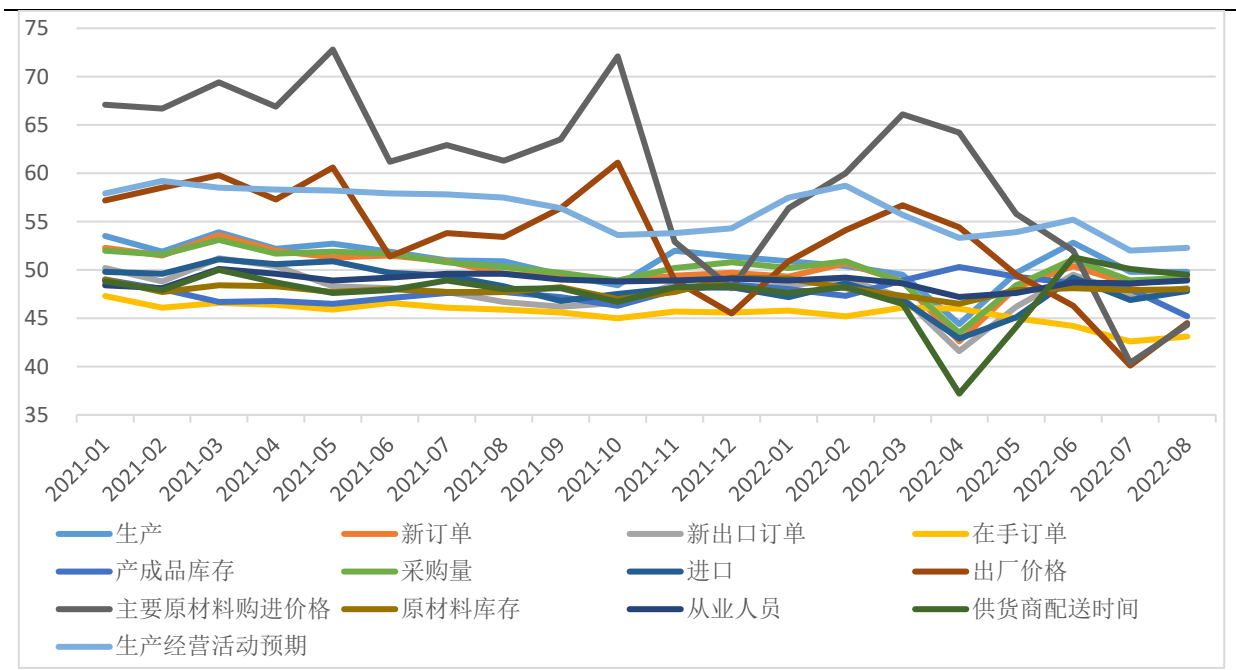
价格端看，受国际大宗商品价格震荡回落、内需低迷的拖累，制造业价格指数仍处于收缩区间。8月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为44.3和44.5，较上月回升3.9个和4.4个百分点，表明制造业市场价格总体水平仍在回落，但回落速度在减缓，这与公布的7月PPI同比数据继续回落相一致。

库存端，需求不振导致制造业企业以消耗库存为主。8月产成品库存指数为45.2，较上月下降2.8个百分点；原材料库存指数为48，将上月上升0.1个百分点。产成本库存指数明显低于原材料库存，说明近期产生村库存下降明显，未来补库存需要或将提振一定生产需求。

制造业供应链物流有改善，企业仍抱有信心。疫情散发但疫情防控常态化下，制造业生产的物流及供应链瓶颈问题出现边际改善，8月供应商配送时间指数下降0.6个百分点至49.5。企业家对未来生产仍抱有乐观心态，8月生产经营活动预期指数回升0.3个百分点至52.3，继续位于扩张区间。

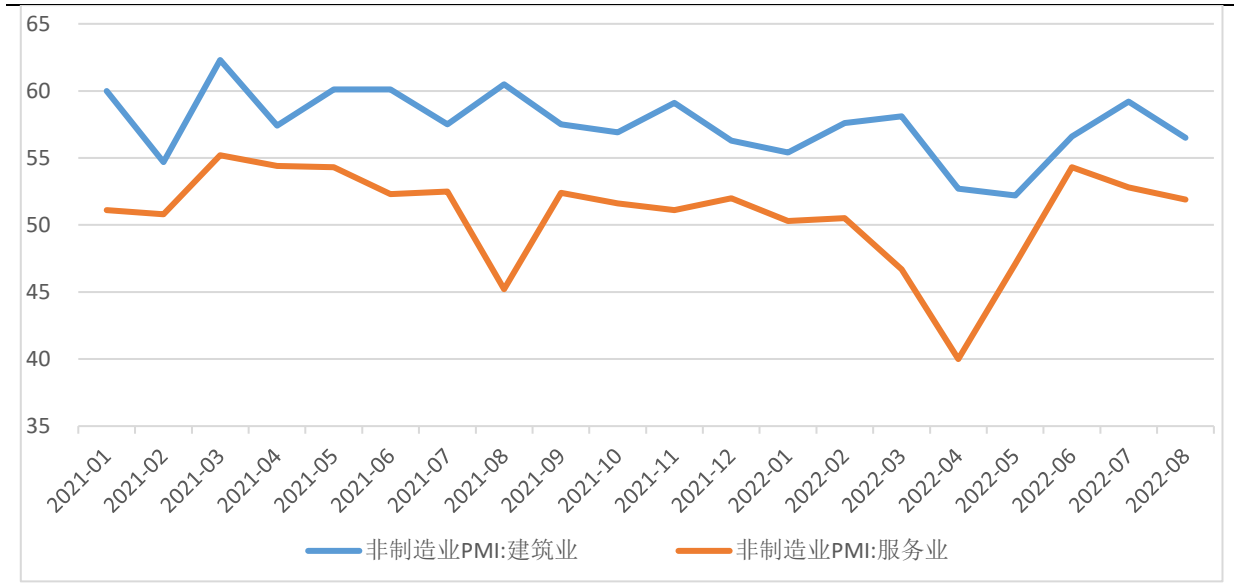
企业类型看，不同规模制造业企业继续分化，大企业已重回扩张区间。小型企业景气水平继续恶化，8月PMI下降0.3个百分点至47.6，2021年5月以来持续位于荣枯线以下；中型企业PMI回升1.3个百分点至49.8，仍处于收缩区间；大型企业则回升0.7个百分点至50.5，重返扩张区间。

图2：8月制造业多数分项指标继续恶化，但部分指标有改善（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

非制造业继续复苏，但复苏速度明显放慢，建筑业放慢较多。受疫情、高温天气等影响，服务业保持扩张态势，但扩张步伐放缓，8月服务业商务活动指数为51.9，较上月下降0.9个百分点，连续三个月高于荣枯线。其中，房地产、租赁及商务服务、居民服务等行业商务活动指数继续位于收缩区间，行业市场活跃度明显下降。建筑业保持较快扩张，但也明显回落，其商务活动指数在8月回落2.7个百分点至56.5。其中，土木工程建筑业商务活动指数为57.1，其新订单指数和业务活动预期指数分别升至55.5和64.1，表明6月底下达的3000亿政策性开发工具已于8月底投放完毕，基础设施项目建设保持较快施工进度，市场需求继续回升。

图 3：8 月服务业和建筑业商务活动均减弱，但仍保持在荣枯线以上（%）


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、央行：中国货币政策没有过度刺激，为后调控预留空间

央行调查统计司司长阮健弘表示，中国实施正常的货币政策没有过度刺激，为后续货币成本货币政策调控预留了空间。当前消费价格上涨相对均衡，也为货币政策调控创造良好条件。货币政策要进一步做好跨周期调节，保持货币信贷平稳适度增长，保持流动性合理充裕，助力经济发展，同时也密切关注国内外通胀走势，不搞大水漫灌，不超发货币，保持物价水平基本稳定。

2、国常会：保持经济运行在合理区间，努力争取最好结果

国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议指出，要贯彻党中央、国务院部署，保持经济运行在合理区间，努力争取最好结果。针对经济超预期因素冲击，前期能用尽近两年储备的政策工具，及时果断推出稳经济一揽子政策和接续政策。会议指出，一是在用好新增 3000 亿元以上政策性开发性金融工具基础上，对符合条件项目满足资金需求，避免出现项目等资金；将上半年开工项目新增纳入支持，以在三季度形成更多实物工作量。二是扩大政策性开发性金融工具支持领域，将老旧小区改造、省级高速公路等纳入，尽可能吸引民间投资。三是出台支持制造业企业、职业院校等设备更新改造的政策。四是引导商业银行为重点项目建设、设备更新改造配足中长期贷款。有关部门和银行要完善考核办法，形成激励机制。五是对重点项目继续采取集中办公等方式，提高审批效率。地方政府可根据职权作出承诺，项目落地后补办手续。六是支持刚性和改善性住房需求，地方要“一城一策”用好政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款。促进汽车等大宗消费。七是国务院再派一批督导和服务工作组，赴若干省份推动政策落实。八是各地也要建立督导和服务工作机制。项目要按照有回报、保证资金不挪用和工程质量的原则不失时机推进。

3、《求是》杂志发表习近平重要讲话《新发展阶段贯彻新发展理念必然要求构建新发展格局》

9月1日出版的第17期《求是》杂志将发表中共中央总书记习近平在党的十九届五中全会第二次全体会议上重要讲话《新发展阶段贯彻新发展理念必然要求构建新发展格局》。讲话指出，构建新发展格局是事关全局的系统性、深层次变革，是立足当前、着眼长远的战略谋划，是适应我国发展新阶段要求、塑造国际合作和竞争新优势的必然选择。构建新发展格局是把握发展主动权的先手棋，不是被迫之举和权宜之计；是开放的国内国际双循环，不是封闭的国内单循环；是以全国统一大市场基础上的国内大循环为主体，不是各地都搞自我小循环。构建新发展格局是一个系统工程，既要“操其要于上”，加强战略谋划和顶层设计，也要“分其详于下”，把握工作着力点：一是要加快培育完整内需体系；二是要加快科技自立自强；三是要推动产业链供应链优化升级；四是要推进农业农村现代化；五是要提高人民生活品质；六是要牢牢守住安全发展这条底线。

4、财政部发布上半年中国财政政策执行情况报告

财政部发布上半年中国财政政策执行情况报告：下一步将加大宏观政策调节力度，谋划增量政策工具，靠前安排、加快节奏、适时加力，继续做好“六稳”、“六保”工作，持续保障改善民生，保持经济运行在合理区间，以实际行动迎接党的二十大胜利召开。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：跨月一周央行未进行进一步投放，资金价格有所走高；预计下周月初资金市场将回归平稳

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场操作完全对冲到期量

本周央行公开市场共有100亿元逆回购到期，本周央行公开市场累计进行了100亿元逆回购操作，因此本周资金投放规模完全对冲到期量。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	0	0	0
净投放	0	0	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：跨月期间资金价格走高。本周三开始跨月，本周一、二隔夜价格相对平稳，本周三起隔夜价格走高，本周四虽然跨月已经结束，但隔夜价格仍未回落，本周五隔夜价格有所下行，但中枢高于跨月前。跨月前 7d 价格持续走高，随本周四跨月结束，7d 资金价格基本回落至跨越前水平。本周五银行间回购利率 R001 加权平均降至 1.2486%，R007 加权平均降至 1.5833%；交易所回购利率 GC001 加权平均降至 1.6860%，GC007 加权平均降至 1.6320%。

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	1.3097	1.2176	1.6316	1.5627	1.2486
	R007	1.7910	1.7868	1.6932	1.5602	1.5833
	R014	1.7729	1.7659	1.7701	1.5994	1.6191
	R021	1.8705	1.8309	1.8727	1.5935	1.6130
	R1M	1.7594	1.8274	1.8572	1.5309	1.5435
上交所协议回购	206001	3.0630	3.3920	4.0340	2.7100	
	206007	3.1490	3.3750	4.2320	3.5200	3.3940
	206014	4.1660	4.2210	4.6600	4.9800	5.5270
	206021	4.5070	6.5480	5.6680	4.7170	6.0080
	206030	6.3290	5.9730	5.7910	5.0600	6.1690
利率互换定盘：1Y	FR007	1.9410	1.9261	1.9138	1.9044	1.8940

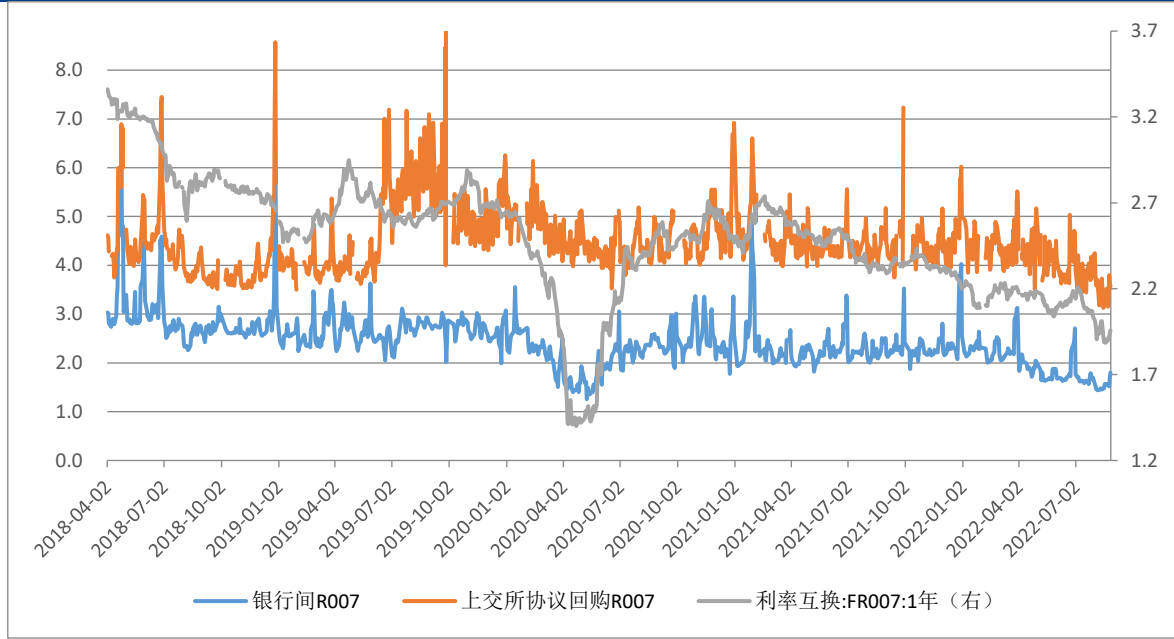
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2) 资金面的展望：月初冲击资金面的因素较少，预计下周资金面整体平稳。

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，依法合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。近期国常会提出“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，这一点在跨月结束后 9 月 1 日隔夜价格仍未下行也有所体现。下周从已经透露的信息来看政府债融资有所加速。随跨月结束，月初冲击资金面的因素较少，预计下周资金面整体平稳。

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

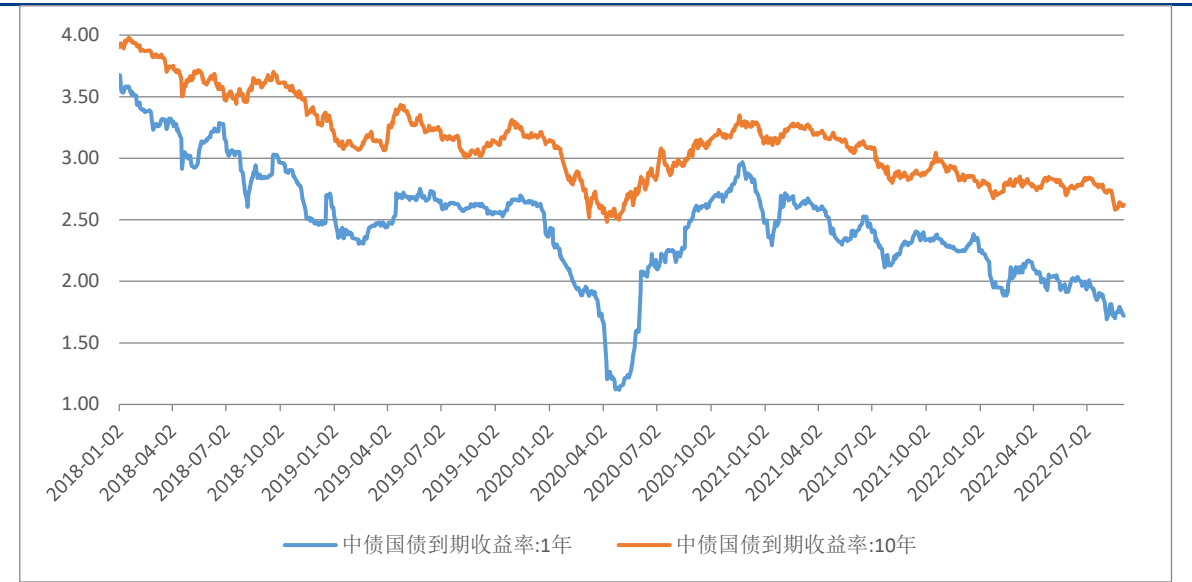
2.2 利率债走势分析: PMI 弱修复, 疫情反复, 利率债下行后震荡。

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, 利率债周一下行后震荡。本周逆回购每日均完成 20 亿小额等额续做, 疫情反复, 利率债下行后震荡。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, 资金面较为宽松, 短端情绪好于长端, 整体下行; 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。昨日晚, 传 2000 亿保交楼纾困基金启动, 今日财政部发布上半年中国财政政策执行情况报告, 同时要加大宏观政策调节力度。利率债小幅上行; 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。PMI 数据发布, 略超预期, 短端今日优于长端, 短端下行, 长端小幅上行; 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。昨日国常会再次召开, 再推进稳经济一揽子政策, 受此影响利率债上行, 但中午受成都及深圳疫情反复影响, 利率债再次下行; 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。消息面匮乏, 隔夜资金较松, 早盘利率有一定下行, 但随着深圳封城消息辟谣, 周末疫情情况未知, 有一定的止盈需求, 日终基本全线上行, 中长端上行 1bp。

本周 10 年国债活跃券 220010 由 2.6625% 累计下行 3.00bp 至 2.6325%, 10 年国开活跃券 220210 由 2.9070% 累计上行 4.2bp 至 2.8650%。

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: PMI 弱修复, 本周再次召开国常会, 仍要加强政策力度, 利率债经上周回调后再次接近低点, 磨底可能性较大, 短期内较难突破。

8月官方制造业 PMI 49.4%, 回升 0.4 个百分点; 非制造业 PMI 52.6%, 回落 1.2 个百分点。制造业弱修复, 但经济情况仍不乐观, 地产销售、乘用车销量、轮胎开工等均环比下降。新订单指数回升明显(前值 48.5%, 现值 49.2%), 需求略回暖, 但仍在荣枯线下; 新出口订单指数 48.1% 虽回升但低位, 外需继续走弱下, 出口不容乐观; 原材料价格降幅收窄, 出厂价格指数超过购进价格指数, 制造业压力减少; 非制造业 PMI 下滑, 信心不足, 其中服务业 PMI 回落 0.9 个百分点, 房地产、租赁及商务服务、居民服务等行业活动指数处在收缩区间, 建筑业 PMI 回落 2.7 个百分点, 后续在温度降低、政策加码的情况下, 地产和基建会有一些的修复。整体来看, PMI 数据表现较弱, 经济仍旧承压, 不容乐观。

国常会再次召开, 要求扩大有效投资, 加强督导。8月24日之后, 国务院总理李克强8月31日主持召开国务院常务会议, 要求扩大有效投资, 推进已有的各项政策尽快落地见效, 在房地产和汽车方面继续支持居民大宗消费, 最后, 再派一批督导和服务工作组, 赴若干省份推动政策落实。本次国常会更加强调督导和落实, 强调政策的配合, 今年政策端一直在发力, 且力度较大, 今年能够出增量政策的概率较小, 后续关注新增政策力度及落实情况, 利率债长端目前已再次探底, 叠加政策力度加大的稳增长态势, 调整压力较大。

2.3 存单信用债分析: 存单净融资额由负转正, 信用债发行量、净融资额环比增长, 各评级信用债收益率中短端下行、长端上行

1) 一级市场发行: 存单净融资额由负转正, 信用债发行量、净融资额环比增长

同业存单方面, 本周同业存单发行量约 2,824.60 亿元, 环比下降 19.99%, 偿还量约 2,522.90 亿元, 环比下降 47.78%, 净融资额由负转正, 为 301.70 亿元。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 1.63bp 报 1.376%, 3M 期存单平均发行利率较上周下行 4.60bp 报

1.6387%，6M 期存单平均发行利率较上周上行 9.08bp 报 1.9445%，9M 存单平均发行利率较上周上行 0.23bp 报 1.9975%。

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 2,972.85 亿元，环比增长 2.07%，偿还量约 2,552.21 亿元，环比下降 7.86%，净融资额 420.64 亿元，环比增长 194.83%。

2) 二级市场走势及信用利差：各评级信用债收益率中短端下行、长端上行，信用利差全面走阔

信用债二级市场方面，各评级信用债收益率中短端下行、长端上行，1 年期各评级信用债收益率均下行 2.80bp，3 年期各评级信用债收益率下行 4.54~6.54bp，5 年期各评级信用债收益率上行 0.09~1.09bp。

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	2.088	2.10%	-2.80
信用债(AAA):3 年	2.594	1.50%	-6.54
信用债(AAA):5 年	2.969	0.80%	0.63
信用债(AA+):1 年	2.216	2.10%	-2.80
信用债(AA+):3 年	2.743	0.70%	-4.54
信用债(AA+):5 年	3.163	0.30%	0.09
信用债(AA):1 年	2.296	0.30%	-2.80
信用债(AA):3 年	2.943	0.20%	-4.54
信用债(AA):5 年	3.663	2.20%	1.09

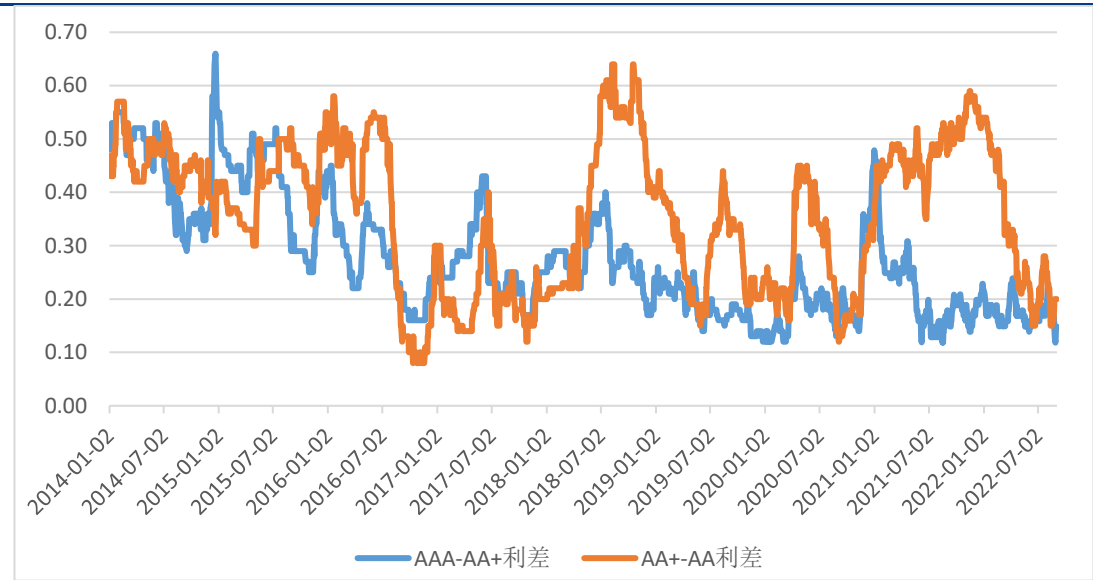
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

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，信用债收益率下行幅度不及国开债，各期限及各评级信用利差全面走阔，1 年期各评级信用利差均走阔 5.58bp，3 年期各评级信用利差走阔 3.97~5.97bp，5 年期各评级信用利差走阔 5.45~6.45bp。

期限利差方面，各评级信用债收益率长端上行、中端下行幅度大于短端，3Y-1Y 利差收窄、5Y-3Y 利差走阔，AAA 级、AA+级、AA 级 3Y-1Y 利差分别收窄 3.74bp、1.74bp、1.74bp，AAA 级、AA+级、AA 级 5Y-3Y 利差分别走阔 7.17bp、4.63bp、5.63bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差走阔 2bp 至 15bp，AA 与 AA+之间的利差与上周持平，仍为 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

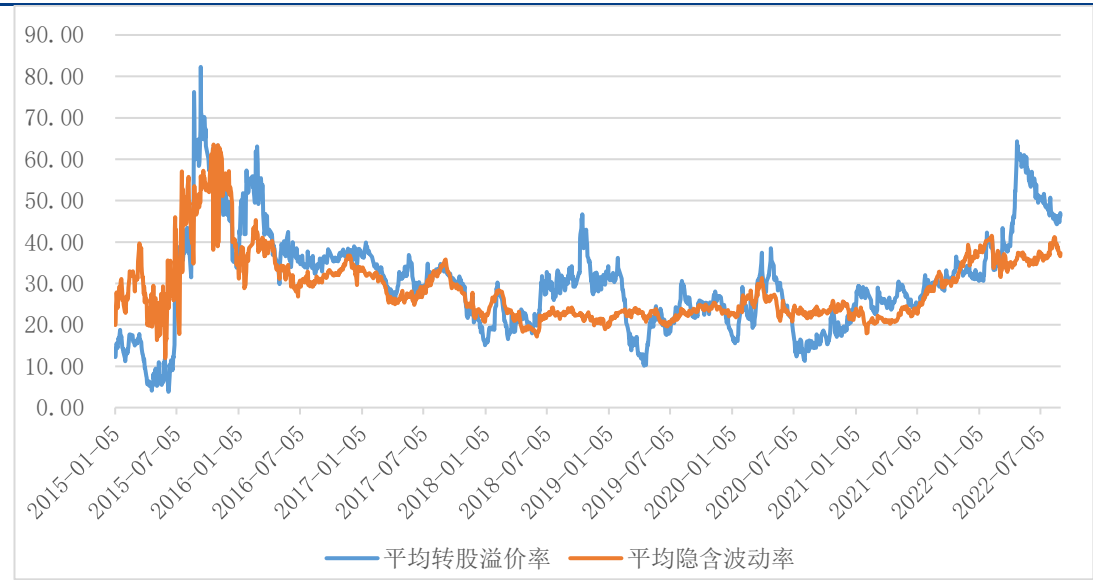
2.4 可转债分析：权益市场持续调整、三大指数全面收跌，近八成可转债录得下跌行情，关注传统能源、半导体板块、价值风格、低价转债

1) 可转债走势复盘：权益市场持续调整、三大指数全面收跌，近八成可转债录得下跌行情

本周权益市场持续调整、三大指数全面收跌，上证指数本周收于 3186.48 下跌 1.54%，深证成指本周下跌 2.96%，创业板指本周下跌 4.06%，中小 100 本周下跌 3.59%。转债同步下行，上证转债下跌 0.95% 至 358.27，深证转债下跌 2.01% 至 307.99，中证转债下跌 1.30% 至 413.67，其中近八成可转债录得下跌行情，上能转债、瑞鹄转债、迪森转债、美力转债、上 22 转债等领跌，哈尔转债、盛路转债、胜蓝转债、回盛转债、海波转债等领涨。一级方面，本周嘉诚转债、科蓝转债 2 只转债发行，博汇转债、永 02 转债、欧 22 转债、中陆转债、深科转债 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，本周转股溢价率上行 0.56pct、隐含波动率下行 1.24pct，分别处于 2015 年以来 90%、88% 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**传统能源、半导体板块、价值风格、低价转债**

本周公布 8 月 PMI 数据环比有所回升但仍处于荣枯线下方，经济修复动能偏弱，成都、深圳多地疫情反复加剧不确定性，叠加海外美联储加息预期增强推升市场避险情绪，A 股持续下跌，前期涨幅较高的中小成长风格明显走弱，转债配置中可考虑以下方向：1) 受极端气候和海外能源价格高企影响，能源板块景气度有望维持高位，新能源赛道交易拥挤、调整压力加大，传统能源可能性性价比更优；2) 9 月 1 日，美国两大芯片制造巨头英伟达 (NVIDIA) 与超威半导体 (AMD) 同时发布公告，声称均已接到美国拜登政府下达的最新命令，要求停止向中国出口用于人工智能的最先进芯片，国产替代逻辑驱动下半导体行业发展前景向好，基本面业绩支撑或将延续；3) 市场情绪转向防御，价值风格短期或存一定机会，低价转债安全边际更高。

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：美债收益率再次冲高，赛道股全面回落。

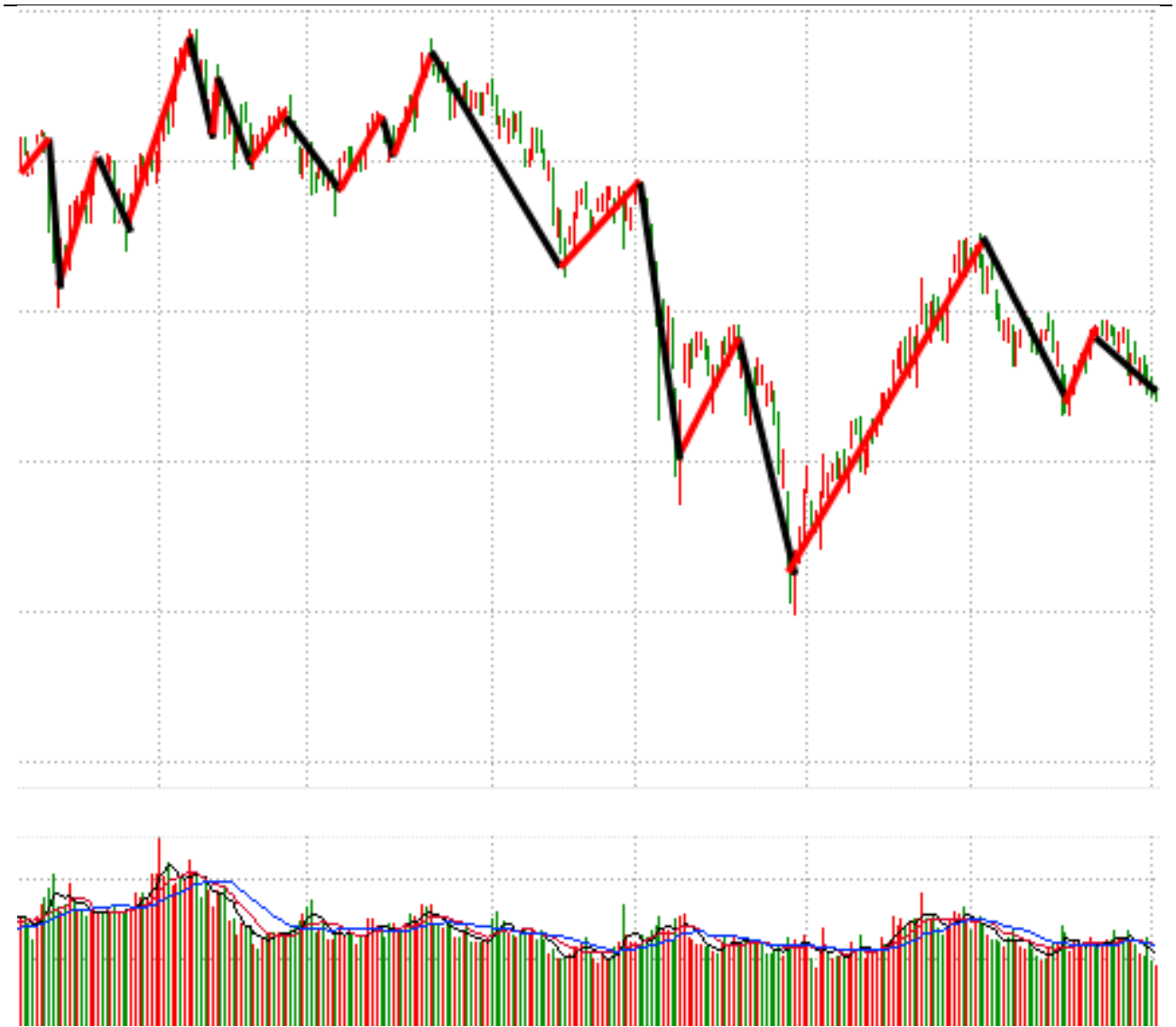
1) 权益市场走势复盘：股指单边阴跌，价值风格走强。

上证综指最终报收 3186.48 点，本周下跌 1.54。同期深证成指下跌 2.96%，创业板下跌 4.06%。量能方面，沪指环比缩量，分歧较小。盘面方面，部分传媒与基建受利好刺激成为主题投资的焦点，带动板块人气。

北上资金小幅流入，本周合计流入 4.41 亿元。本周价值强于价值，其中上证 50 下跌 1.47%，沪深 300 下跌 2.04%，中证 500 下跌 2.36%，创业板 50 下跌 4.97%，国证 2000 下跌 2.37%。茅指数下跌 1.58%，宁组合下跌 4.24%。

本周五个交易日，30 个中信一级行业 11 个行业实现上涨，其中家电、房地产、轻工制造分实现上涨 2.85%、1.66%、1.43%。19 个行业下跌，其中电力设备及新能源、有色金属、汽车分别下跌 6.71%、6.24%、5.30%。总体来看，本周家电板块罕见走强，低位价值风格表现亮眼，赛道股全面回落。

图 8：股指阴跌不止，个股分化加大



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 2.99%，报 31318.4400 点，纳指本周下跌 4.21%，报 11630.8600 点，标普 500 指数本周下跌 3.29%，报 3924.2600 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: 美债收益率再次冲高, 赛道股全面回落。

美国 GPU 出口限制, AI 芯片国产替代有望加速。8 月 26 日, 美国政府通知英伟达公司, 美国政府对其未来出口到中国和俄罗斯的 A100 和即将推出的 H100 等高端 AI 芯片实施了许可证要求。1) 销售 DGX 系列产品或其他包含 A100、H100、A100X 的系统; 2) 销售峰值性能和芯片到芯片接口性能大于等于 A100 阈值的集成电路以及包含该类电路的任何系统; 3) 出口支持或开发上述产品的技术。此外, 据路透社, AMD 也收到新许可证要求, MI250 系列人工智能芯片对中国的出口将受限, 但 MI100 芯片或不受影响。国产背景下, 我们认为英伟达高端 AI 芯片出口受限预计将利好国产 AI 芯片产业链, 建议关注相关个股的投资机会。

8 月地产销售延续弱势, 重点关注龙头房企的投资机会。8 月百强房企单月累计实现销售金额 6048 亿元, 同比-32.7%, 环比降低 0.3%; 1-8 月百强房企累计实现销售金额 46819 亿元, 同比-47.6%, 整体表现不佳。8 月, 受疫情多点散发及高温影响, 房地产市场依旧弱势, 此次, 短期政策放松力度有限叠加市场信心仍然脆弱, 也影响了新房的销售。宽松的政策环境最终仍将提振销售市场, 在低基数的情况下, 我们预计第三季度的环比数据有望回升。值得注意的是, 央企改善尤其明显, 2022 年首次出现单月同比正增长, 达到 6.4%。我们认为当前行业底部虽已出现, 但基本面尚未修复, 结构性机会仍将持续。当下低位低估值地产板块存在防御性, 建议关注一线央企的配置机会。

生猪价格上涨, 养殖板块在迎配置新机。据中国养猪网数据, 8 月 29 日, 全国三元生猪价格上涨至 22.74 元/kg, 较昨日上涨 0.31 元/kg。自进入八月后, 生猪价格从八月上中旬的振荡期切换为上涨态势。我们认为, 未来进入九月份后, 全国气温有望下降从而带动猪肉消费回升, 叠加学校开学备货和中秋、国庆等节假日消费刺激因素, 生猪价格或受消费端提振影响, 阶段性上涨将带动板块行情。建议关注同时具备出栏弹性和养殖成本优势的板块标的。

9 月苹果新品发布会将近, 关注果链投资机遇。据苹果官网, 苹果将于北京时间 9 月 8 日凌晨 1 点举行新品发布会, 新品预计包括 iPhone14 系列、新款 AppleWatch、新款 AirPodsPro 产品。其中 iPhone14 分为

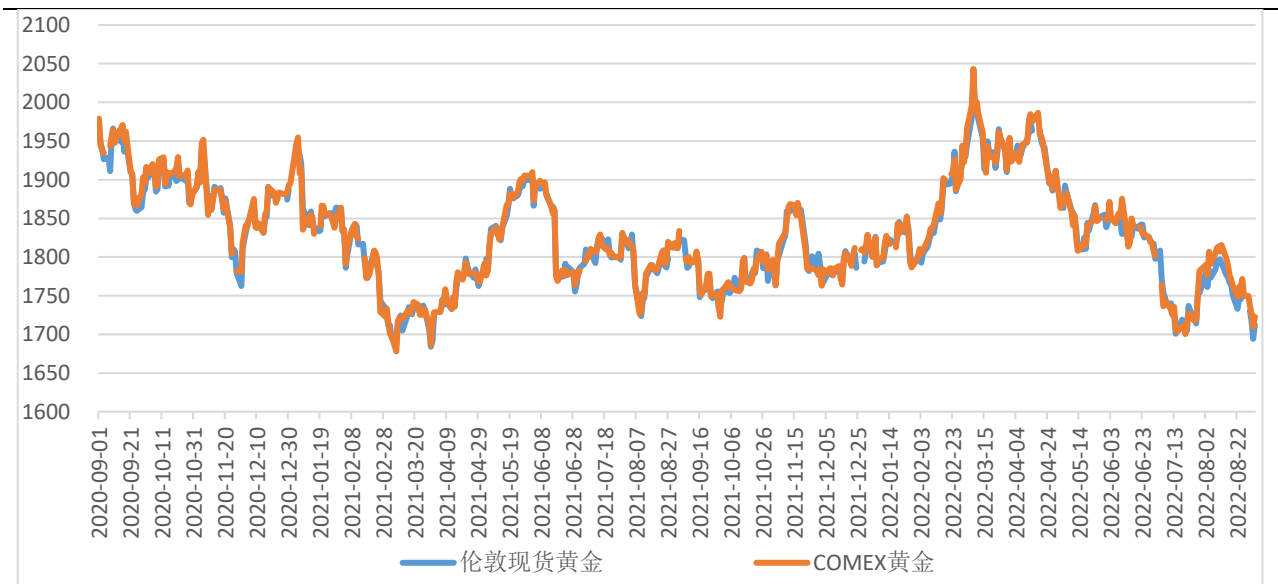
14、14max、14pro、14promax 四款机型。重点关注点包括 (1) pro 系列前置 3Dsensing 会升级成感叹号型，14 及 14max 仍然保持刘海型；(2) pro 系列后置摄像头升级成 48M，前置保持 12M，14 及 14max 机型仍然保持前后 12m 的配置，其中传感器仍然有索尼独供；(3) 中框全系升级成不锈钢等。我们预计全年苹果手机出货量约 2.3 亿部，同比-2%，下半年新机备货约 0.9 亿部。其他产品方面，预计智能手表创新点在于新增温度计功能；耳机新品创新点在于采用新型主控芯片，支持无损音质播放 (ALAC)，且采用皮肤检测传感器替代光学传感器来进行入耳检测，建议关注板块相关的投资机会。

展望后市，稳增长政策暖风频吹，中秋、国庆节前资金受避险情绪驱动为控制回撤易流向大盘价值股，但本周大盘蓝筹股虽出现反弹但上涨动力不足，价值风格的反弹或难持续，后续走势取决于经济的修复情况。美联储鹰派发言叠加缩表幅度即将加大，短期内成长风格仍将受到一定压制，中期在盈利及估值的共振下成长有望继续上行。建议关注在政策利好下打开盈利天花板的光伏下游相关企业及其他高技术制造业中的结构性机会。

3.2 黄金市场分析：美失业率小幅上升无力逆转美联储鹰派政策，美元继续升高，金价持续承压

周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日上涨 18.2 美元，或 1.07%，收报于 1712.5 美元/盎司，但由于前面四个交易日连续下跌，全周仍累计下跌 2.21%；美国 COMEX 黄金期货结算价上涨 13.3 美元，或 0.78%，收报于 1722.6 美元/盎司，全周累计下跌 1.55%。

图 10：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

国际金价连续第三周下跌，本周下跌约 2%，现货金价跌幅大于期价，其中伦敦现货金价盘中创 7 月 21 日以来新低至 1688.71 美元/盎司，与此同时，美元指数创下三连涨，盘中创 2002 年 6 月下旬以来新高至 110 关口，背后主因是尽管美国 8 月份失业率上升，但无法对美联储大幅收紧货币政策产生实质性影响。

失业率上升无法动摇美联储激进鹰派。美国 8 月新增非农就业人口 31.50 万，增幅略高于预期值 30 万，前值小幅上修至 52.8 万，失业率也较前值和预期值上浮 0.2 个百分点至 3.70%。8 月非农报告表明，美联储加息

将打压经济活动，美国就业将放缓，美国就业参与率可能开始上升，但美联储坚持认为就业市场能够承受更多激进紧缩。

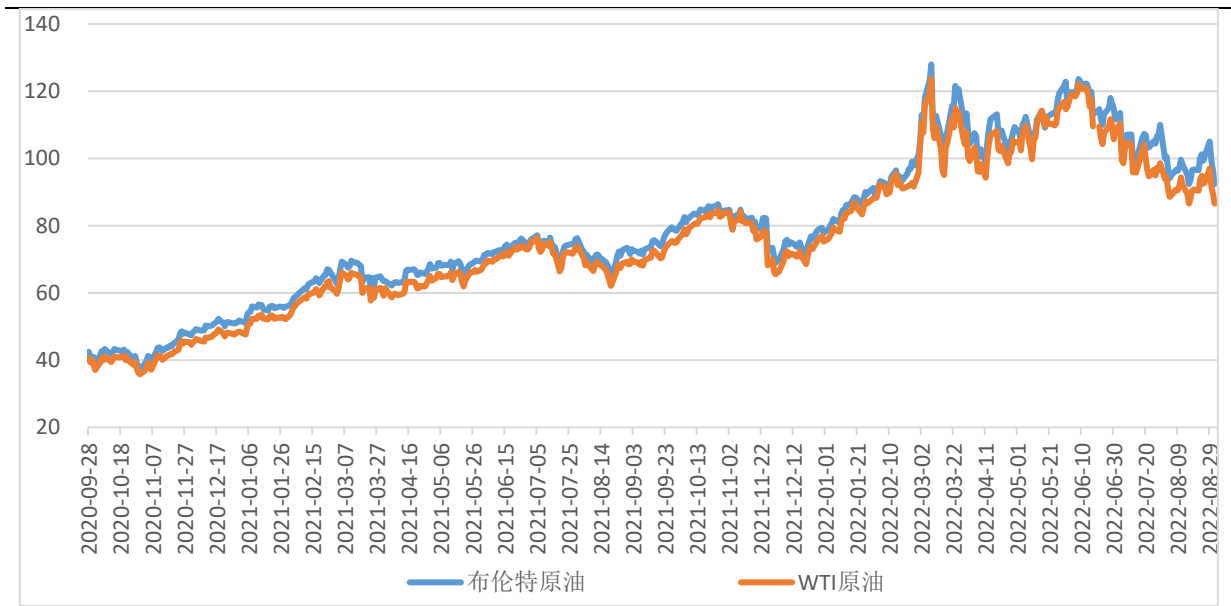
对于美联储的 9 月加息幅度，据芝商所“联储观察”工具，金融市场预计美联储在 9 月政策会议上加息 75 个基点的可能性从之前的近 75% 降至 64%，下降幅度有限说明美联储大幅加息的预期仍然强劲，因此美联储不太可能让金融状况大幅缓解。

金价短期或继续回落，中长期也处于下跌通道。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，高通胀持续不下，全球主要央行仍以降低通胀为主要施政目标，大幅紧缩货币政策仍为主基调，其中以美联储和英国央行为主要代表，美联储 9 月议息会议加息 75BP 的概率增加，将进一步支撑美元指数，从而不利于金价。定于本月中旬公布的美国 8 月 CPI 数据将是决定美联储下一次加息幅度的一个主要因素，它将决定美联储加息 50 或 75 个基点。

3.3 原油市场分析：全球经济增长担忧及鹰派政策继续打压原油等大宗商品价格

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 0.66 美元，或 0.71%，收报于每桶 93.02 美元，但由于周二至周四连续大跌，全周仍累计下跌 7.89%；美国 WTI 原油期货合约结算价上涨 0.26 美元，或 0.3%，收报于每桶 86.87 美元，全周累计下跌 6.65%。

图 11：本周两大国际油价均大跌（美元/桶）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

国际原油价格本周重新下跌，主因是市场对全球增长疲软担忧持续以及全球央行鹰派立场打压大宗商品价格。全球经济前景仍然堪忧，由于多数大型经济体通货膨胀率接近两位数，为近半个世纪以来的最高水平，这使得包括美联储在内的货币当局采取更激进加息措施，加息将拖累经济表现。由于美联储和欧洲央行大幅加息，对燃料需求减弱的担忧日益加剧，超过了对全球供应紧张的担忧。

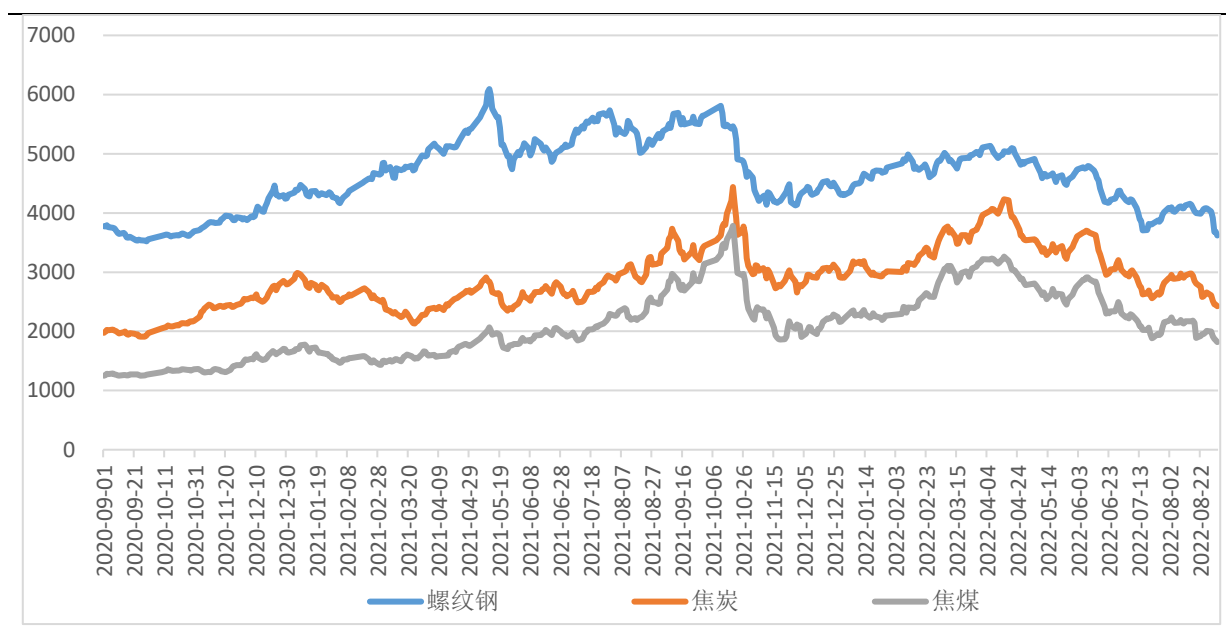
油价短期或继续下跌，但一些因素也支撑油价反弹。整体看，美联储及其他主要央行采取强硬货币政策，

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。但因该注意到，G7 已发布声明，即将对俄罗斯石油出口价格设置上限，预计 G7 财长将在周五确定计划，旨在削减莫斯科获得更多收入同时保持正常原油贸易，避免价格飙升。OPEC 也可能减产。OPEC 和美国当前产量都升至疫情以来的最高水平，OPEC+将在下周开会制定新的产出政策，伊拉克、委内瑞拉等部分产油国支持通过减产以平衡市场。伊朗和美国之间的核谈判似乎已经陷入停滞，伊朗原油推迟进入国际市场，也将对油价产生支撑。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，加上越来越多国家制定“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：基本面未见明显改善，加上主要央行趋鹰打击大宗价格，黑色系商品继续大跌

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周五每吨暴跌 456 元，收报于 3622 元/吨，跌幅 11.18%；焦炭价格每吨大跌 232.5 元，收报于 2424 元/吨，跌幅 8.75%；焦煤价格每吨大跌 191 元，收报于 1816 元/吨，跌幅 9.52%。

图 12：黑色系商品期货价格在上周小幅反弹后，本周继续大跌（元/吨）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

经济基本面没有出现改善迹象，加上全球央行趋鹰打压大宗商品价格，黑色系商品期价继续承压大跌。螺纹钢供给方面，钢厂陆续复产，本周钢材产量上升，铁水产量延续回升；需求方面，本周需求季节性回升；库存水平已经处于较低水平，但去库速度大幅放缓。螺纹钢价格仍受制于房地产行业复苏状况，30 城地产成交维持低位，资金仍难以改善，新开工降幅扩大，旺季需求或旺季不旺，但政策性银行专项借款有望出台，支持住宅项目交付，需求预期有所好转，预期短期钢价震荡运行。

国内疫情散发，钢材需求预期转弱，上游焦炭焦煤需求不足。焦炭供应端，焦企出货尚可，焦炭供应跟随需求继续恢复；需求端的铁水产量尚未见顶，短期需求支撑仍在。近期焦炭供需双增，钢厂利润低位运行，原料

采购态度谨慎，焦钢博弈持续，预计焦炭短期内延续震荡走势。焦煤受近期多地疫情散发影响，制约钢材终端需求回升效率，焦煤供需预期愈加宽松，盘面大幅下跌。短期铁水产量仍有上升预期，下游低库存水平下，焦煤刚需对价格的支撑仍在。

3.5 人民币兑美元汇率分析：美联储官员发言持续透露鹰派信息，美国 8 月份非农数据超预期，美元指数持续走高

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.8917，较上周下跌 0.63%。即期汇率报 6.9028，较上周下跌 0.59%，美元指数报 109.6121，本周上涨 0.7557。

本周美元指数上行。本周多位美联储官员发言，多数坚持保持较强的紧缩速度以应对通胀，整体发言基调较前几周变化不大，受此影响美元指数本周整体呈波动上行态势。本周美国 8 月份非农就业数据公布，虽然超市场预期，但相较 7 月份出现较为明显的回落。从细节数据来看，居民就业意愿有所提升，劳动参与率上行的同时失业率也有所提升，平均时薪同比增速放缓但仍处于高位。8 月份非农数据说明美联储前期政策有所见效但程度仍不理想，美联储短期内放缓紧缩的可能性有限。数据公布后，美元指数一度下行后反弹。受美元指数走高影响，本周人民币兑美元汇率持续走弱。

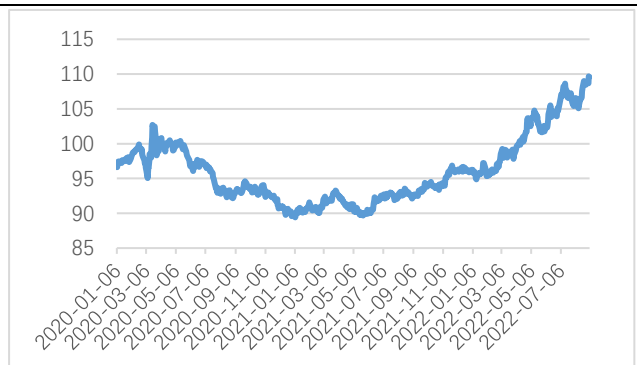
美国近期通胀数据仍处于高位，整体来看，导致美国通胀的因素仍较为复杂，若需要美国通胀实质下行，美联储对于通胀预期的指引仍必不可少，短期内美联储仍将持续坚持紧缩的货币政策。但 7 月份 FOMC 决议上美联储增加了对于美国经济下行风险的关注，可能说明了美国经济近期减速较为明显，美联储不得不增加对于美国经济的关注程度。预计未来美联储的政策重心将更加均衡地分配在通胀以及美国经济上，中长期美联储货币政策紧缩速度不确定性也有所增加，需进一步关注美国未来通胀、经济以及就业走势。

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, 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限。

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