

金融市场分析周报

(2022.09.05-2022.09.09)

报告摘要

- **内需整体仍疲软，鲜果及非食品价格涨幅回落导致 CPI 同比放缓，PPI 同比则延续回落态势。**尽管猪肉价格同比涨幅扩大，但由于鲜果鸡蛋及非食品价格涨幅的回落，使得 8 月 CPI 同比回落 0.2 个百分点至 2.5%，不及预期。去年同期高基数、原油等部分大宗商品价格的下落导致 PPI 同比回落至 2.3%，延续了去年 11 月以来的下行趋势，也是 2021 年以来首次低于 CPI 涨幅。考虑到当前国内需求仍然疲软，CPI 或继续保持在相对较低水平，PPI 由于高基数或将继续回落。
- **金融数据：8 月金融数据环比有一定改善，但居民中长期贷款新增不及预期仍拖累信贷新增，政府债券发行减少也导致社融新增有限。**经济下行和需求低迷环境下，7 月金融数据出现断崖式下滑，8 月公布的相关数据显示信贷状况已出现一定改善，不过整体仍显疲软，居民部门中长期贷款仍为明显拖累，另外政府专项债已于 8 月底下达完毕，新发行大幅减少也导致新增社会融资规模同比回落。后续看，“动态防疫”政策变为常态化，且经济复苏脆弱，预计下半年会持续增加政策支持，但不会“大水漫灌”。
- **进出口：通胀攀升和全球经济放缓导致外需减弱，叠加国内疫情反复和高温引发缺电影响出口企业生产，8 月中国对外出口增速大幅回落。**8 月中国出口增速大幅放缓，大幅低于市场预期，进口亦延续低迷态势。出口增速放缓的原因包括持续高温天气席卷中国，其引发的电力短缺对出口企业生产造成干扰；新冠疫情反复，相关封控措施对工厂运营和消费者信心造成不利影响；俄乌冲突拖累全球经济，加上各国央行为对抗通胀而纷纷加息，全球需求正在萎缩。

主要数据

上证指数	3263.7972
沪深 300	4111.1145
深证成指	11923.4694

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: fuyys@avicsec.com

相关研究报告

年内 CPI 破 3 概率下降，PPI 转负风险抬升 —2022-09-11
8 月社融弱修复，实体经济信用扩张速度仍明显落后于经济系统货币量增速 —2022-09-11
降低外汇存款准备金率象征意义较强，后续人民币走势将取决于经济数据表现 —2022-09-07

- **资金面分析：**本周央行公开市场操作完全对冲到期量，税期临近，资金价格中枢有所上行；下周缴税叠加 MLF 到期，关注央行续作情况。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。税期临近，资金价格中枢有所上行。下周政府债融资有所回落，但 MLF 到期叠加缴税，可能对资金面造成一定冲击，关注央行 MLF 续作情况。
- **利率债：**出口转弱，CPI 低于预期，金融数据超预期。利率债探底回调，短期内止盈情绪严重，基本面无实质变化的情况下仍旧在小区间内震荡，回调将再次带来交易机会。出口增速低至个位数，外需转弱对出口的拖累如期而至，随着海外加息需求继续回落，价格继续下降，再叠加 2021 年下半年的高基数，出口增速未来会有进一步下降的可能。净出口未来将对经济贡献有所下降，经济仍旧未企稳，利率暂无大幅调整基础。CPI 食品端未来预计温和上涨，但在能源价格下行的大背景下，CPI 大幅增长高于预期的可能性很低，不会成为低利率环境的掣肘。金融数据较 7 月比较大改善，但持续性存疑。后续关注政策性金融工具对企业中长期信贷的改善，此部分资金可撬动配套融资规模较大。整体来看，金融数据受政策推动转强，关注持续性。但利率债目前调整压力较大，但回调将再次带来交易机会。
- **可转债：**权益市场震荡走强、三大指数全面收涨，近八成可转债录得上涨行情，关注新旧能源板块、地产政策博弈机会。国内通胀压力缓和，信贷结构边际改善，进出口增速下行，欧美鹰派加息预期升温，人民币贬值压力加大，央行下调金融机构外汇存款准备金率，国常会部署加力支持就业创业的政策，流动性延续宽松，A 股走势反弹、转债涨多跌少，关注新旧能源板块、地产政策博弈机会。
- **权益市场：**沪指大幅走强，权重股集体暴动。本周沪指强势上涨，沪强深弱，北向资金小幅流出 2.21 亿元，上证综指最终报收 3262.05 点。中国出口大幅低于预期，拐点已现 8 月汽车销量持续向上，下半年有望量利双升种植服务价格调控方向确定，口腔医疗有望触底回升 三亚疫情持续恢复，海南客流有望。展望后市，美联储加速缩表的背

景下，短期内外资流出压力或将有所加大。经济数据的好转是 A 股趋势性上行的支撑，目前经济仍处于弱复苏状态，因此仍应挖掘结构性机会。从估值角度看，八月市场小幅回调后成长风格中国防军工、计算机、电子市盈率较低，安全边际较高。从盈利角度看，军工、能源下游需求旺盛，业绩有望高增。军工方面建议关注正式迈入“20 时代”，行业需求明确、业绩拐点向上的军机等航空装备产业链，能源方面未来随电费上涨，组件和硅料降价或将低于前期预期，盈利空间有望抬升。

- **黄金：**欧央行大幅加息打压美元升势，金价短期有所企稳。本周金价短期触底回升，整体涨幅较小，主因是欧洲央行大幅度加息施压美元，其他货币汇率回升，同时欧洲经济和英国经济衰退担忧加剧，加之欧洲能源危机，支持了金价上涨。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，将进一步支撑美元指数，从而不利于金价。
- **原油：**部分国家经济放缓和疫情反弹拖累油价表现，但 OPEC+ 计划减产也支撑油价，油价本周经历大跌大涨。本周两大国际油价大起大落，亚洲疫情扩散引发需求担忧，油价周二周三连续两天大跌，但随后 OPEC+ 释放减产信号，油价周五大幅反弹，导致跌幅收窄。短期内，美联储及其他主要央行所采取的强硬货币政策、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 OPEC+ 产油国可以通过减产对油价产生一定支撑。
- **黑色产业链：**政策推动下，下游需求有一定回暖，加上超跌后性价比较高，黑色系商品价格出现明显反弹。螺纹钢需求有所回升，终端补库意愿有所增加，导致钢价反弹。政策性银行专项借款出台，郑州印发保交楼专项行动实施方案，螺纹钢需求预期有所好转，后续可能出现一波反弹行情。由于下游需求出现一定回暖，焦炭产量增加，价格在超跌后也出现反弹，不过国内疫情散发也制约钢材终端需求回升

效率。煤矿安全检查趋严抑制国内焦煤产量释放，从而导致焦煤价格反弹，短期需求韧性可能使得焦煤价格在低位震荡后继续反弹。

- **人民币兑美元汇率分析：欧洲央行加息 75BP，美元指数一度走弱；欧美货币政策持续紧缩下人民币兑美元汇率下行。**本周美元指数先涨后跌。本周鲍威尔在内的多位美联储官员发言，普遍支持持续美联储当前的紧缩路径。受此影响，本周美元指数仍存上行动力。另一方面，本周欧洲央行加息 75BP，并提出可能在 10 月初变开始缩表，后半周美元有所走弱。虽然本周人民银行降低外汇存款准备金率，对于稳定人民币汇率起到一定积极影响，但在欧美均持续紧缩叠加出口走弱下，本周人民币对美元汇率持续下行。

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 内需整体仍疲软，鲜果及非食品价格涨幅回落导致 CPI 涨幅放缓， PPI 延续回落态势	7
1.2 8 月金融数据环比有所改善，但居民中长期贷款新增较少仍拖累信 贷数据，政府债券发行大幅减少也拖累新增社融规模	10
1.3 通胀攀升和全球经济放缓导致外需减弱，叠加国内疫情反复和高温 引发缺电影响出口企业生产，8 月中国对外出口增速大幅回落	12
1.4 一周要闻	13
二、 固定收益市场分析	14
2.1 资金面分析：本周央行公开市场操作完全对冲到期量，税期临近， 资金价格中枢有所上行；下周缴税叠加 MLF 到期，关注央行续作情况	14
2.2 利率债走势分析：进出口、CPI、社融重要数据连续发布，震荡磨 底，利率再次探底回升	16
2.3 存单信用债分析：存单发行量、净融资额环比增长，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	17
2.4 可转债分析：权益市场震荡走强、三大指数全面收涨，近八成可转 债录得上涨行情，关注新旧能源板块、地产政策博弈机会	19
三、 主要资产价格分析	20
3.1 权益市场分析：沪指大幅走强，权重股集体暴动。	20



3.2 黄金市场分析：欧央行大幅加息打压美元升势，金价短期有所企稳
..... 23

3.3 原油市场分析：部分国家经济放缓和疫情反弹拖累油价表现，但
OPEC+计划减产也支撑油价，油价本周经历了大跌大涨..... 24

3.4 黑色产业链分析：政策推动下，下游需求有一定回暖，加上超跌后
性价比较高，黑色系商品价格出现明显反弹..... 25

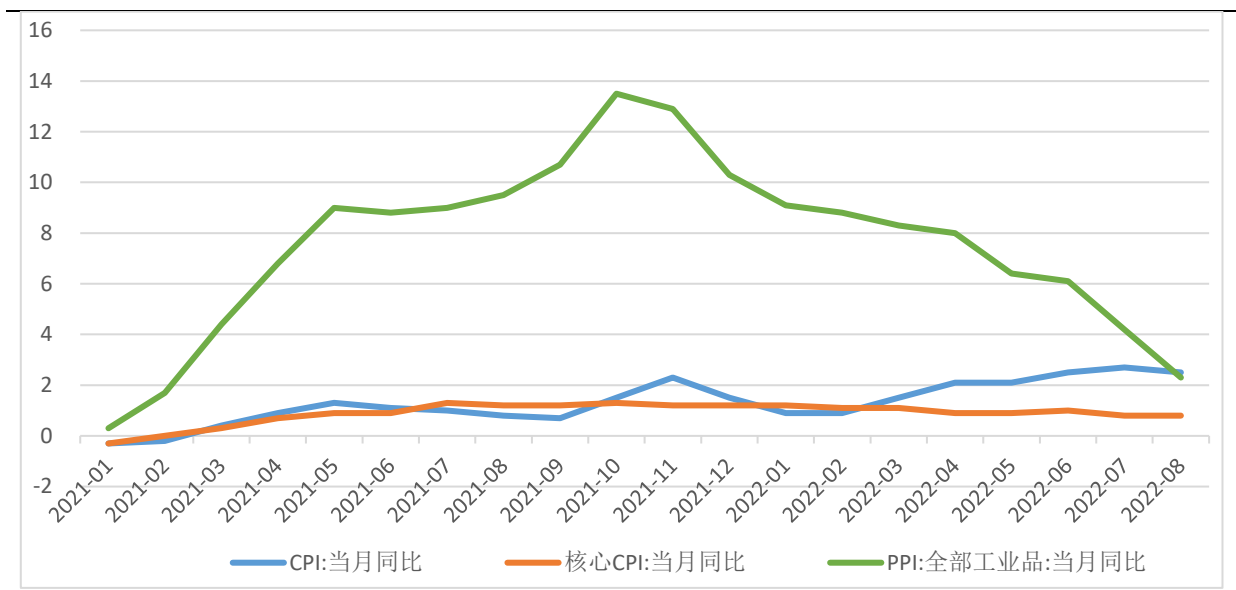
3.5 人民币兑美元汇率分析：欧洲央行加息 75BP，美元指数一度走
弱；欧美货币政策持续紧缩下人民币兑美元汇率下行..... 25

一、 本周重点经济数据分析

1.1 内需整体仍疲软，鲜果及非食品价格涨幅回落导致 CPI 涨幅放缓，PPI 延续回落态势

鲜果及非食品价格涨幅回落带动 8 月 CPI 同比涨幅放缓，高基数、部分大宗商品价格回落和国内需求偏弱，拉动 8 月 PPI 同比大幅回落，2021 年以来首次低于 CPI 涨幅。国家统计局 9 月 9 日发布的价格数据显示，8 月居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.5%，较 7 月回落 0.2 个百分点，低于市场预期；扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.8%，与 7 月持平，继续较低位运行表明内需仍然疲软；工业生产者出厂价格指数（PPI）同比大幅增速回落 1.9 个百分点至 2.3%，延续了去年 11 月以来的下行趋势，也低于市场预期。考虑到当前国内需求持续疲软，后续 CPI 或继续保持相对平稳运行，PPI 由于高基数或将继续回落。

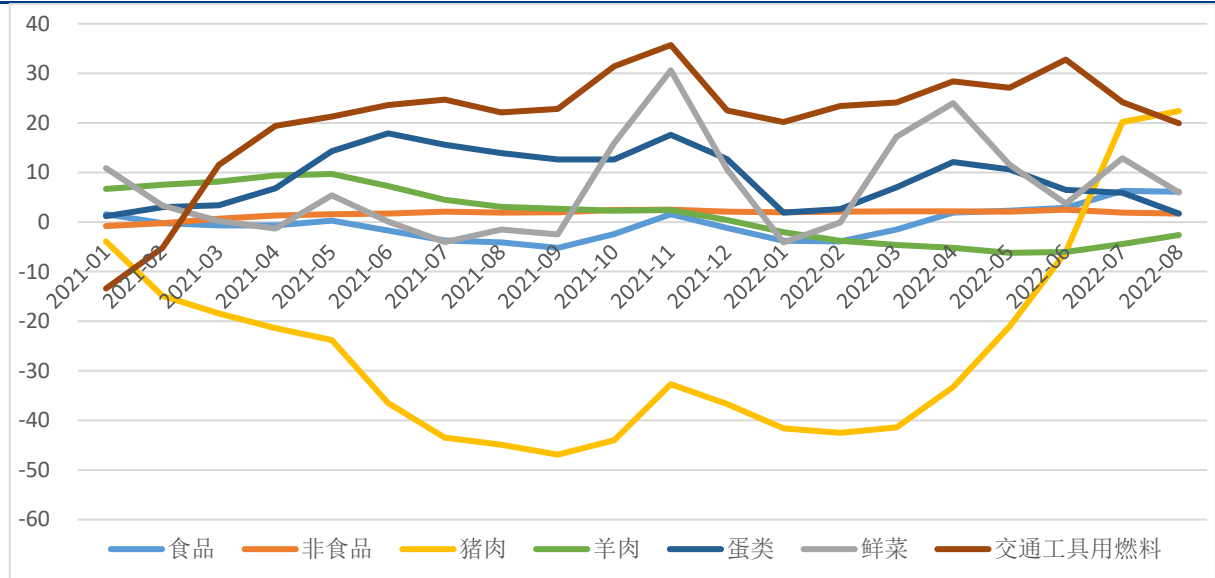
图 1：8 月 CPI 同比涨幅放缓，PPI 继续快速回落（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

猪价整体平稳，同比涨幅略有提升，但由于鲜果和鸡蛋大量上市导致价格涨幅下降较多，导致 CPI 涨幅放缓。8 月，食品价格同比上涨 6.1%，低于 7 月 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.09 个百分点，其中因为供给偏紧和 2021 年同期基数较低，猪肉价格涨幅扩大 2.2 个百分点至 22.4%；鲜菜、鸡蛋价格涨幅分别为 6%、1.7%，均较 7 月回落较多。非食品价格同比上涨 1.7%，较 7 月回落 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.38 个百分点，其中汽油、柴油和液化石油气价格涨幅回落，导致交通工具用燃料继续回落 4.3 个百分点至 19.9%。在 8 月 2.5% 的 CPI 同比涨幅中，2021 年价格变动的翘尾影响约为 0.8 个百分点，新涨价影响约为 1.7 个百分点。

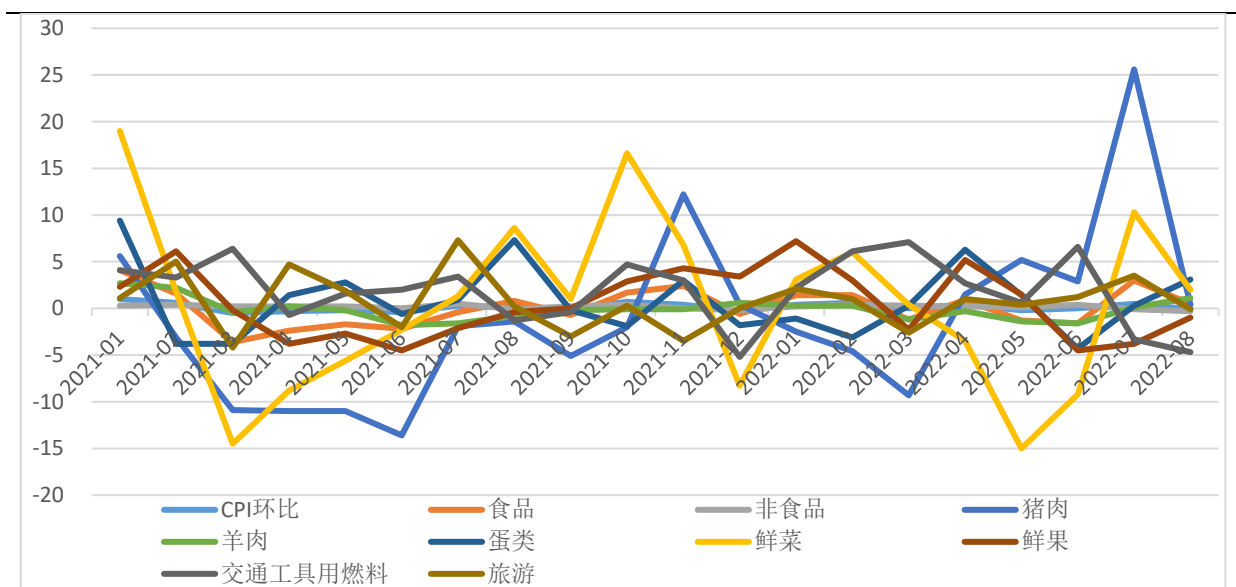
图 2：8 月猪肉价格同比涨幅上升，鲜果蛋类涨幅下降，燃料价格继续回落（%）



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

生猪供应恢复下猪肉环比涨幅收窄, 8月CPI环比转降。CPI环比看, 8月CPI环比由7月的上涨0.5%转为下降0.1%, 其中食品价格环比上涨0.5%, 涨幅回落2.5个百分点, 影响CPI上涨约0.10个百分点, 主因是生猪出栏逐步恢复正常, 叠加消费需求季节性走弱, 猪肉价格涨幅下跌25.2个百分点至0.4%, 此外8月中下旬南方高温干旱天气影响蔬菜生产供应, 鲜菜价格先降后升, 环比上涨2.0%, 低于历史同期平均水平; 非食品价格环比降幅扩大0.2个百分点至0.3%, 影响CPI下降约0.22个百分点, 其中受国际油价下行影响, 国内汽油和柴油价格继续下调使得交通工具用燃料环比跌幅扩大, 疫情反复制约暑期出行需求, 飞机票、交通工具租赁费及旅游价格环比由正转负。

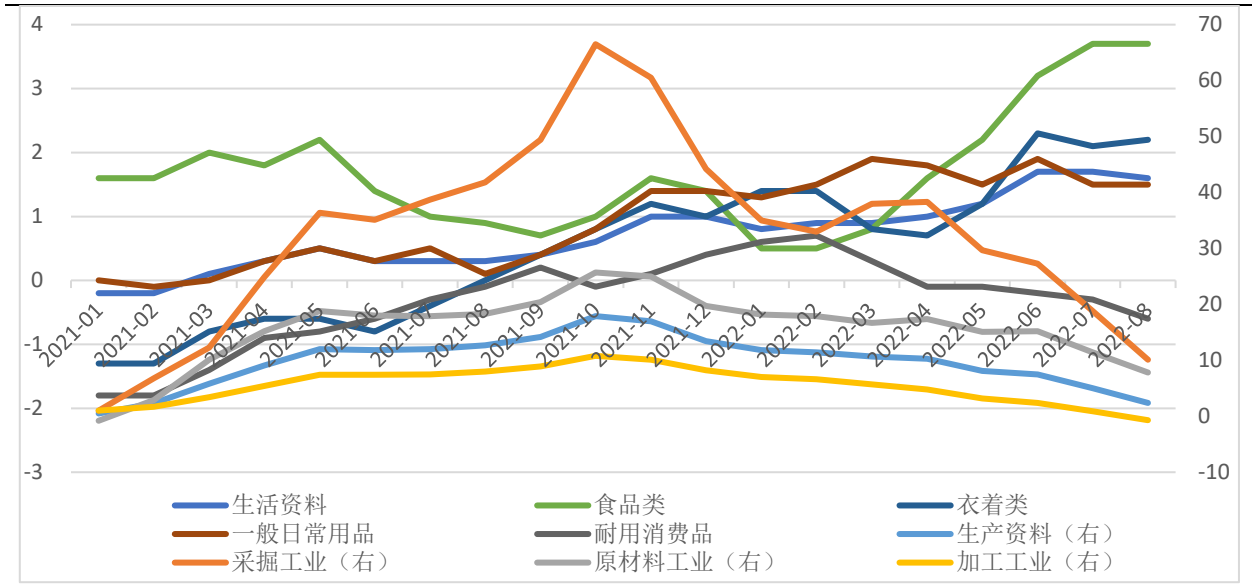
图 3: 8月猪肉价格环比大幅下降导致CPI环比由正转负 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

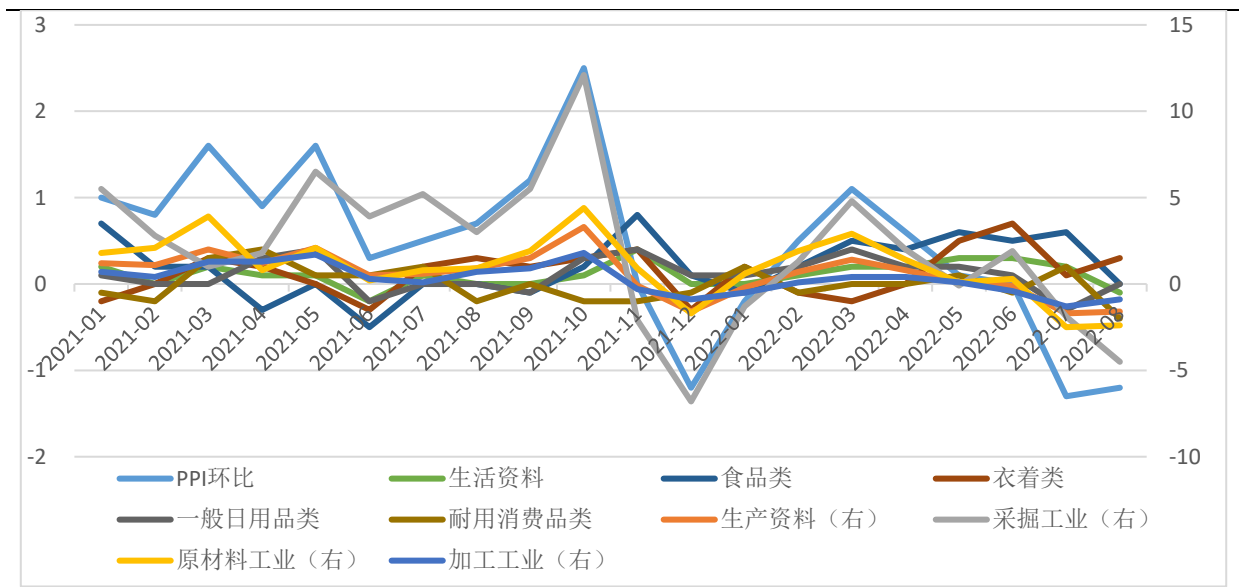
生产资料继续快速回落, 生活资料回落较少。整体看, 今年以来, 生产资料趋势向下, 生活资料趋势向上。8月, 生产资料价格涨幅回落2.6个百分点至2.4%, 影响PPI上涨约1.87个百分点, 其中煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业等采掘业价格同比下降较快, 其次是化学原料和化学制品等原材料业, 包括黑色金属冶炼和

压延、有色金属冶炼和压延等的加工业价格同比已由正转负，黑色金属冶炼和压延加工业价格降幅扩大，部分缓解了中下游企业的成本压力。生活资料价格涨幅为 1.6%，回落 0.1 个百分点，影响 PPI 上涨约 0.38 个百分点。在 8 月 2.3% 的 PPI 同比涨幅中，2021 年价格变动的翘尾影响约为 2.5 个百分点，新涨价影响约为-0.2 个百分点。

图 4：生产资料价格同比涨幅继续快速回落，生活资料回落较慢（%）


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

生活资料价格环比下降较多，拖累 PPI 环比下行。8 月，PPI 降幅收窄 0.1 个百分点至 1.2%，其中生产资料价格降幅收窄 0.1 个百分点至 1.6%，影响 PPI 下降约 1.18 个百分点；生活资料价格由上涨 0.2% 变为下降 0.1%，影响 PPI 下降约 0.03 个百分点。生产资料中，采掘工业价格环比下降较多，而原材料工业和加工工业价格环比变化不大。生活资料中，食品类和耐用消费品类环比涨幅大幅下降。

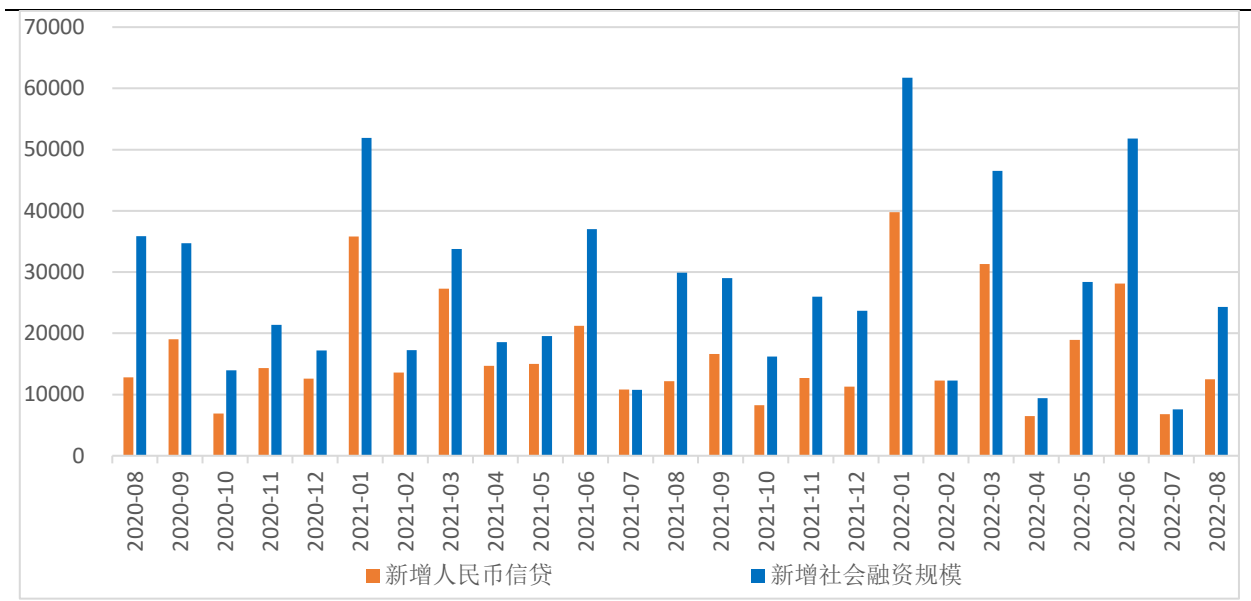
图 5：食品类等生活资料价格环比涨幅下降较多拖累 PPI 环比收窄（%）


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.2 8月金融数据环比有所改善，但居民中长期贷款新增较少仍拖累信贷数据，政府债券发行大幅减少也拖累新增社融规模

经济下行和需求低迷环境下，8月金融数据尽管较7月小月出现一定改善，但仍显疲软，居民部门中长期贷款仍为明显拖累，政府专项债要求在8月底用完，政府债券发行大幅减少也导致新增社会融资规模同比回落。央行9月9日发布的金融数据显示，8月人民币贷款增加1.25万亿元，同比多增390亿元，略低于市场预期；新增社会融资规模2.43万亿元，比上年同期少增5571亿元，略高于市场预期。M2同比增长12.2%，增速较7月提高0.2个百分点；M1同比增长6.1%，较7月下降0.6个百分点。

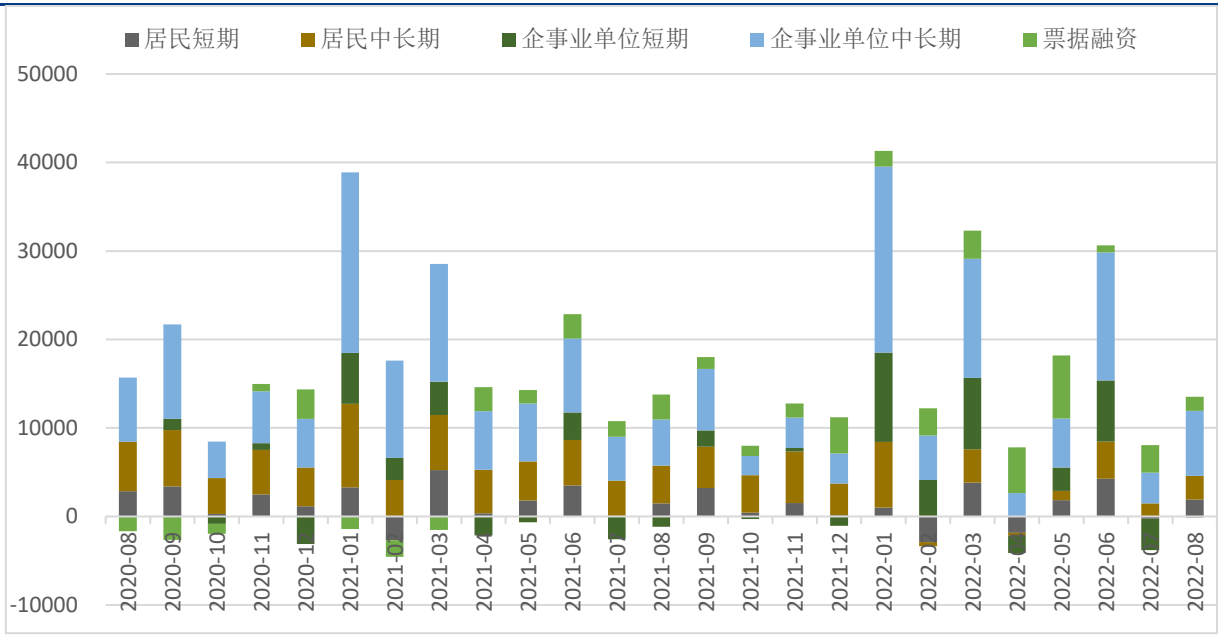
图6：8月金融数据环比看有一定改善，但同比仍显不足（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

房市低迷下，居民中长期贷款拖累信贷新增，企业新增贷款出现一定好转。从信贷结构看，8月住户贷款增加4580亿元，较2021年同期少增1175亿元，其中短期贷款增加1922亿元，同比多增400余亿元；但中长期贷款增加2658亿元，同比少增1600余亿元。按揭贷款仍然是居民部门中长期贷款的最大拖累项，7月和8月本就属于楼市传统的销售淡季，加上部分地区楼盘停工、业主“断供”风波影响，导致8月房市依旧延续冷淡行情。而央行8月22日将5年期以上LPR（房贷“基准利率”）调降15BP，影响未反映在8月居民信贷需求中。企业部门新增贷款则出现一定好转，8月企（事）业单位贷款增加8750亿元，较去年同期多增1787亿元，主要拉动项为中长期贷款，新增7353亿元，较上年同期多增2138亿元；短期贷款减少121亿元，环比大幅收窄，同比也收窄1000余亿元。企业中长期贷款多增或与政府3000亿元专项资金已于8月底投放完毕，对企业信贷具有明显的撬动作用有关。

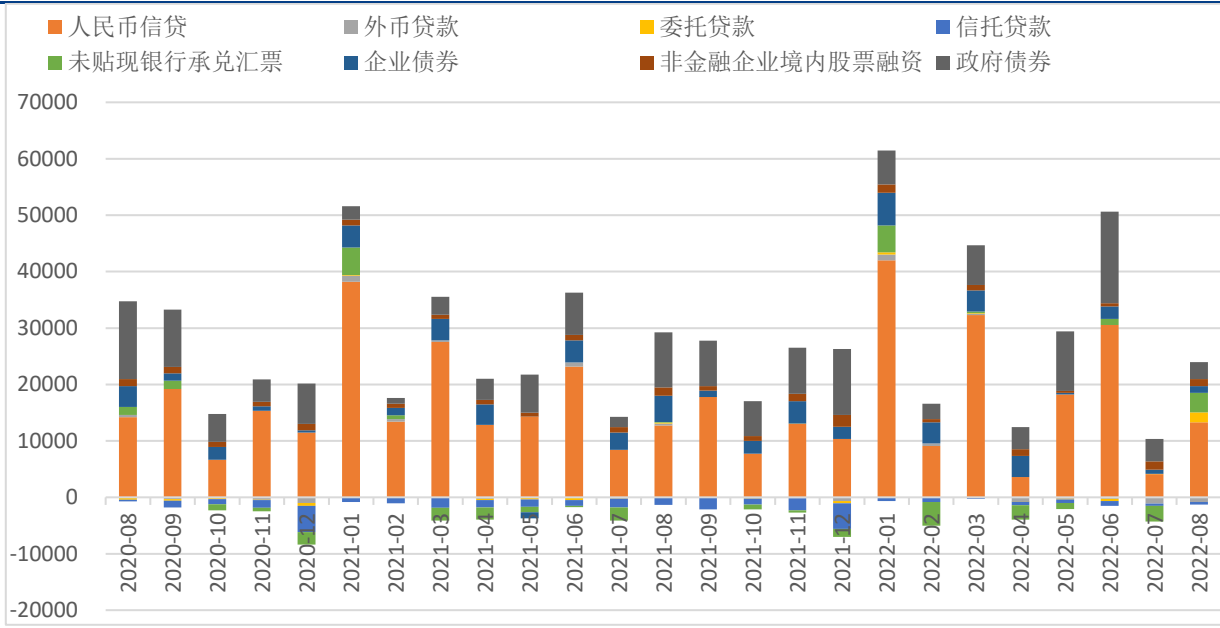
图7：8月居民信贷尤其是中长期信贷仍疲软，企业信贷同比出现一定改善（亿元）



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

政府债券发行大幅减少拖累社融新增, 未贴现银行承兑汇票为主要支撑。从社融结构来看, 8月合计新增2.43万亿元, 比上年同期少增5571亿元, 少增的主因为此前一直支撑着社融新增规模的政府债券融资开始回落, 8月净融资3045亿元, 同比少增6693亿元, 而7月这一数字为多增2178亿元。但市场对于政府债券融资筑顶已有预期, 而且随着地方政府债券发行额度用罄, 以及国债发行前置, 政府债券后续对社融的支持力度将明显减弱。新增社融的最大拉动项为未贴现银行承兑汇票, 8月增加3485亿元, 同比多增3358亿元, 而7月, 这一数字为同比多减1186亿元。未贴现银行承兑汇票反映在人民币信贷结构中主要为票据融资, 8月新增1591亿元, 同比回落1222亿元。8月底市场票据利率有所反弹, 说明票据投放在月末有所减少, 这意味着常规贷款投放可能有所加强, 这可能与国常会再度释放“稳增长”信号、央行会议要求国有大行要发挥带头作用增加对实体经济贷款投放有关。后续看, 考虑到当前防疫政策变为常态化, 且经济复苏脆弱, 预计下半年会持续增加政策支持, 但不会是“大水漫灌”。

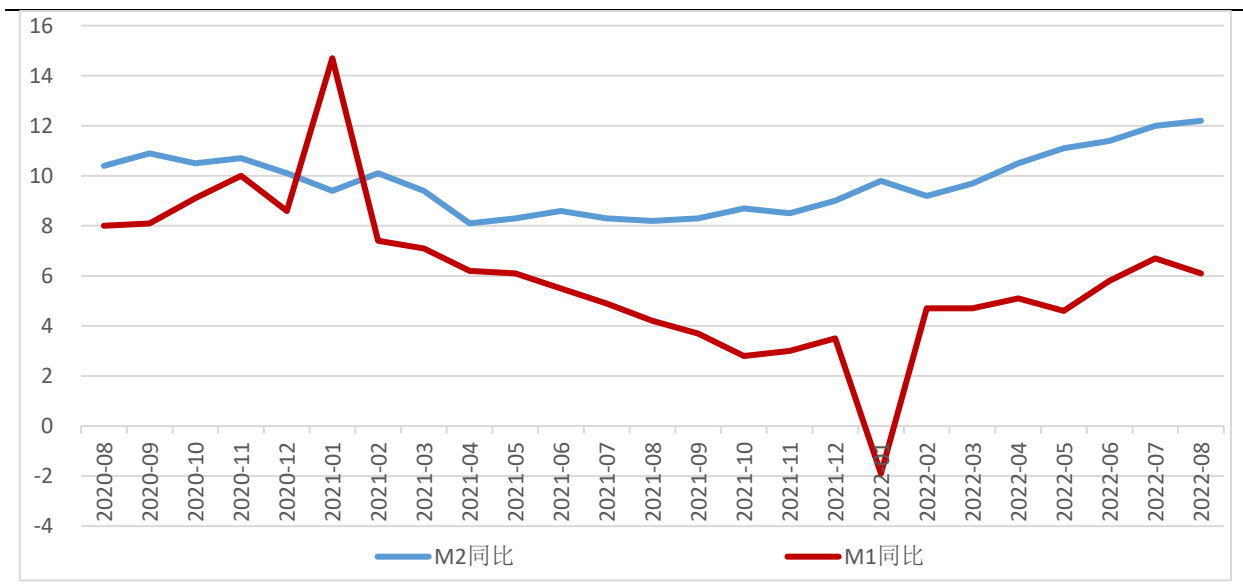
图 8: 8月政府债券发行大幅减少, 未贴现银行承兑汇票新增较多 (亿元)



资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

M2-M1 剪刀差再次拉大。货币供应方面, 8 月末, 广义货币 (M2) 余额 259.51 万亿元, 同比增长 12.2%, 增速较 7 月提高 0.2 个百分点, 并创下 2016 年 5 月以来的新高; 狭义货币 (M1) 余额 66.46 万亿元, 同比增长 6.1%, 增速比 7 月提高 1.9 个百分点。其中 M2 增速已连续五个月高于社融增速, 背后主要原因在于银行增持政府债券、加大对非金融机构的信用扩张以及外汇占款的恢复。

图 9: 8 月 M1 同比增长 6.1%, M2 同比增长 12.2% (%)



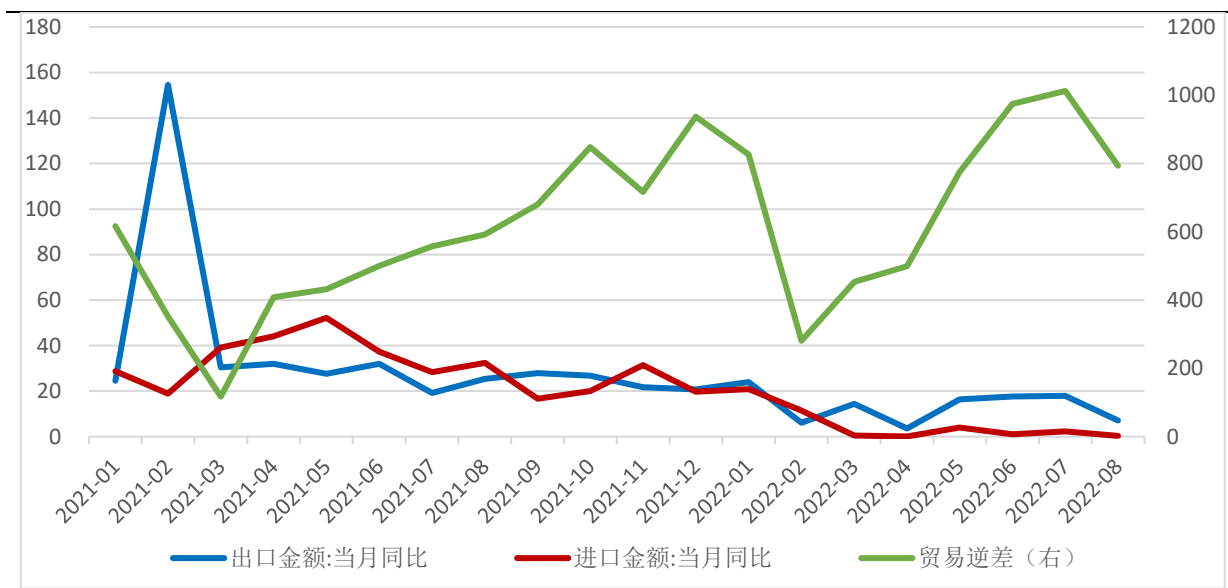
资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

1.3 通胀攀升和全球经济放缓导致外需减弱, 叠加国内疫情反复和高温引发缺电影响出口企业生产, 8 月中国对外出口增速大幅回落

8 月中国出口增速大幅放缓, 明显低于市场预期, 进口亦延续低迷态势。海关总署 9 月 7 日公布的对外贸易数据显示, 以美元计的 8 月出口金额 3149.2 亿美元, 同比增长 7.1%, 增速较 7 月大幅回落 10.9 个百分点;

进口金额 2355.3 亿美元，同比增长 0.3%，增速较 7 月下降 2 个百分点，增速持续低迷；继 6 月和 7 月贸易顺差连创历史新高后，8 月贸易顺差收窄 218.8 亿美元至 793.9 亿美元。出口增速大幅放缓的原因可能包括：一是 8 月严重干旱席卷中国，暂时的电力短缺对出口企业生产造成干扰，但这种影响是短暂的；二是 8 月初，国内新冠病例开始增加，导致多个城市封控，进一步抑制工厂运营和消费者信心；三是俄乌冲突拖累全球经济，以及各国央行为对抗通胀而纷纷加息，全球需求正在萎缩，不仅中国，韩国等其他亚洲主要贸易国家的出口增速也出现明显放缓。进口进一步走软，则反映了内需依旧疲软，主要是消费者信心不足，青年人失业率保持高位。

图 10：8 月进出口增速均放缓，贸易顺差缩收窄（亿美元，%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

除东盟外，中国对一些最大贸易伙伴的出口增速均出现回落。分出口国别看，8 月中国对美国出口同比转为下降 3.8%，大幅低于 7 月 14.7 个百分点，为 2020 年 4 月以来最低水平；对欧盟、日本出口同比分别增长 11.1%、7.7%，增速较 7 月回落 12.1 个、11.3 个百分点；但对东盟出口增速则回升 22 个百分点至 25.1%。

从主要出口商品看，此前受海外经济复苏、出行需求拉动的劳动密集型产品增速所回落，8 月箱包、鞋靴增速显著回落 17.3 个、21.1 个百分点，同比分别增长 24%、16.4%，仍高于出口总体；服装类同比增速回落 13.4 个百分点至 5%；包括口罩在内的纺织品同比下降 0.3%，为 3 月以来首现下降。机电产品和高新技术产品出口表现继续弱于总体水平，8 月机电产品同比增长 4.3%，增速较 7 月回落 8.7 个百分点，其中医疗仪器及器械同比由正转负，下降 9.6%；集成电路同比降幅扩大 11.9 个百分点至 17.2%；但手机同比由负转正，增长 21.5%；汽车类出口同比继续高增 65.2%，增速小幅提升 1.2 个百分点。

进口方面，由于中国国内需求偏弱，主要大宗商品进口延续低迷态势。8 月，原油进口量同比下降 9.4%，降幅略微收窄 0.1 个百分点，但由于价格高位回落，进口额放缓 10.9 个百分点至 27.9%；铁矿石进口量价齐跌，当月进口量、进口额同比分别下降 1.3%、46.6%；大豆进口量减价扬，进口量和进口额分别下降 24.5%、6.9%。

1.4 一周要闻

1、央行下调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点

为提升金融机构外汇资金运用能力，中国人民银行决定，自 9 月 15 日起，下调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，即外汇存款准备金率由现行 8% 下调至 6%。央行副行长刘国强指出，人民币并没有出现全面贬值。目前来看中国外汇市场运行正常，跨境资金流动有序，受美国货币政策的溢出效应虽然有影响，但是影响可控。人民币长期趋势应该是明确的，未来世界对人民币认可度会不断增强，这是长期趋势。

2、国常会：部署加力支持就业创业的政策，要继续用好专项债补短板

国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署加力支持就业创业的政策，拓展就业空间，培育壮大市场主体和经济新动能；决定对部分领域设备更新改造贷款阶段性财政贴息和加大社会服务业信贷支持，促进消费发挥主拉动作用；部署阶段性支持企业创新的减税政策，激励企业增加投入提升创新能力；确定依法盘活地方专项债结存限额的举措，更好发挥有效投资一举多得作用。会议指出，基础设施等事关发展和民生，要继续用好专项债补短板。依法盘活地方 2019 年以来结存的 5000 多亿元专项债限额，10 月底前发行完毕，优先支持在建项目。

3、欧洲央行将三大关键利率上调 75 个基点，符合预期

欧洲央行将三大关键利率上调 75 个基点，符合预期。欧洲央行预计，2022 年 GDP 增速为 3.1%，2023 年为 0.9%，2024 年为 1.9%（6 月时预期分别为 2.8%、2.1%和 2.1%）；预计 2022 年通胀率为 8.1%，2023 年为 5.5%，2024 年为 2.3%（6 月时预期分别为 6.8%、3.5%和 2.1%）；预计经济将在今年早些时候和 2023 年第一季度陷入停滞。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：本周央行公开市场操作完全对冲到期量，税期临近，资金价格中枢有所上行；下周缴税叠加 MLF 到期，关注央行续作情况

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，其中周二至周四分别到期 40 亿元、20 亿元、20 亿元、20 亿元；此外下周四（9 月 15 日）还将有 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	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: 资金价格中枢有所上行。随跨月结束, 本周资金价回归平稳, 但隔夜及 7d 资金价格均呈现上行趋势。本周五银行间回购利率 R001 加权平均降升 1.2532%, R007 加权平均降至 1.5720%; 交易所回购利率 GC001 加权平均降至 1.6090%, GC007 加权平均降至 1.6060%。

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	1.1267	1.1639	1.2017	1.2429	1.2532
	R007	1.5517	1.5385	1.5563	1.5666	1.5720
	R014	1.5689	1.5742	1.5910	1.5916	1.5905
	R021	1.6297	1.5948	1.5866	1.6115	1.6483
	R1M	1.4903	1.5281	1.5168	1.5189	1.5642
上交所协议回购	206001	2.9150	2.6680	2.9480	3.2720	
	206007	2.8540	3.4240	3.5470	3.6530	3.5550
	206014	3.4220	3.8300	3.9170	3.8330	4.5890
	206021	5.6440	6.8280	6.0200	5.8370	6.1320
	206030	6.7280	7.0610	7.0000	4.2990	
利率互换定盘: 1Y	FR007	1.8845	1.8845	1.8898	1.9060	1.9135

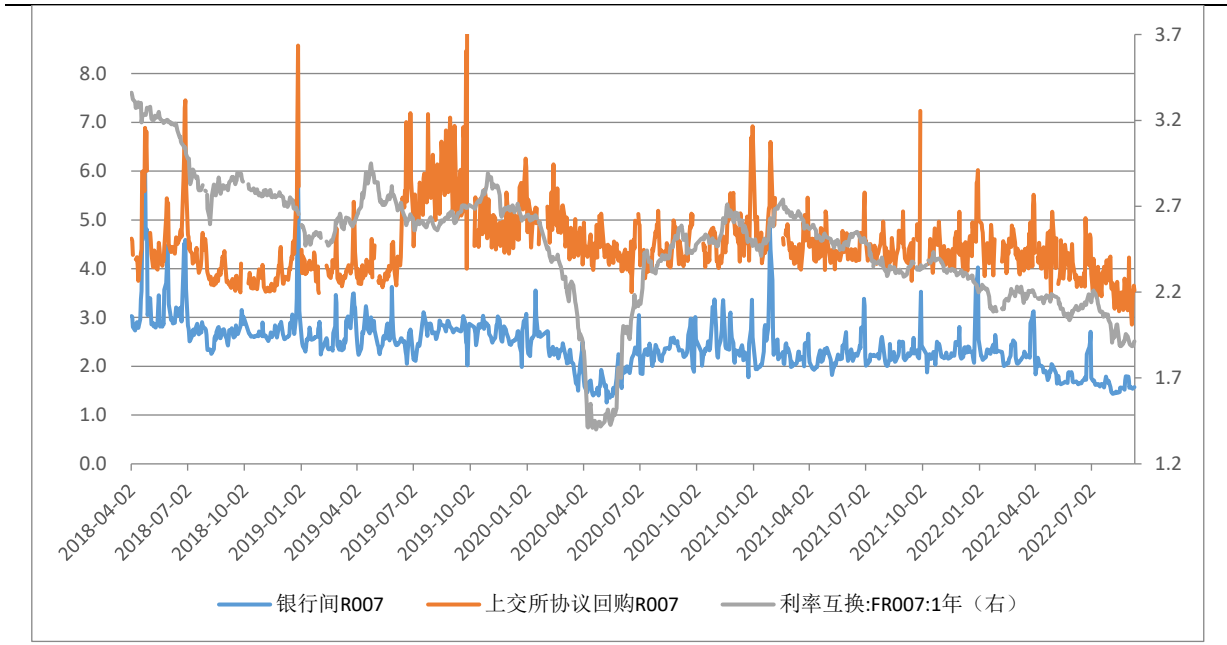
资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

2) 资金面的展望: 缴税叠加 MLF 到期, 关注央行续作情况

央行副行长刘国强 9 月 5 日在国务院政策例行吹风会上表示, 当前中国货币政策的空间还比较充足, 政策工具丰富, 既不缺价格工具, 也不缺数量工具。整体来看, 下半年宽信用仍将延续, 短期内大幅收紧的概率仍不大, 但短端资金价格存在上行趋势。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。

下周政府债融资有所回落, 但 MLF 到期叠加缴税, 可能对资金面造成一定冲击, 9 月份非传统缴税大月, 且二季度疫情以来缴税金额水平低于往年同期, 但随 8 月份 MLF 续作缩量, 资金价格虽有所上行但资金面仍宽裕, 后续随 MLF 到期量增加, 央行仍存在缩量续作 MLF 对资金面进行调整的可能, 市场对于 9 月份 MLF 续作情况也较为关注。

图 11: 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

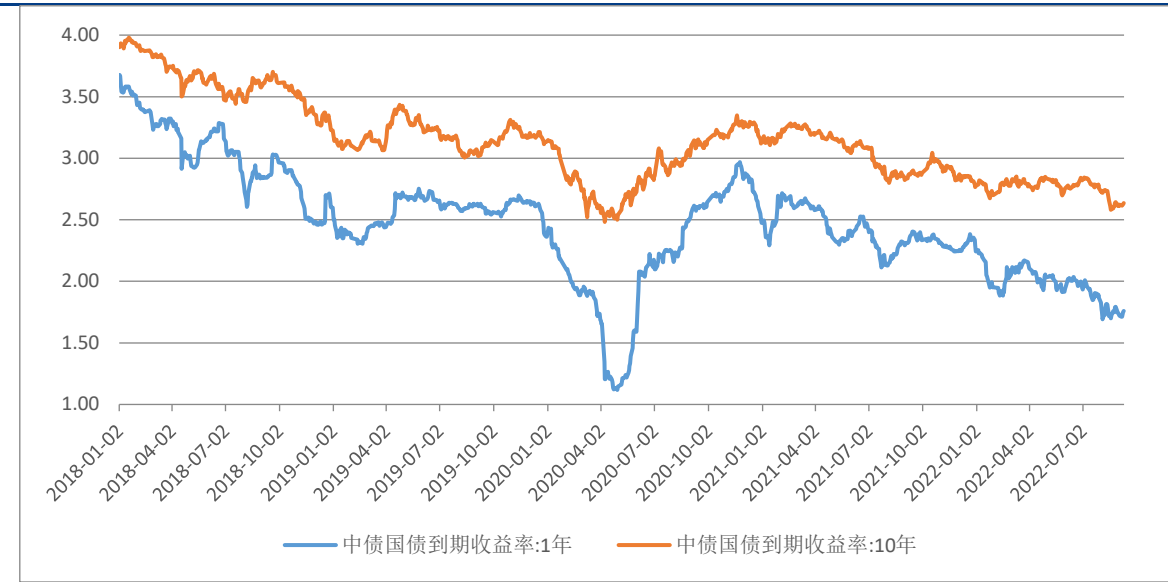
2.2 利率债走势分析: 进出口、CPI、社融重要数据连续发布, 震荡磨底, 利率再次探底回升

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, 利率债震荡探底后小幅回升。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, 下午国新办政策例行吹风会, 央行副行长表示“当前中国货币政策的空间还比较充足, 既不缺总量工具也不缺价格工具”, 带动利率整体下行; 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。昨日下调外汇存款准备金率, 利率债继续下行, 但幅度较小, 关注明日进出口数据; 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。资金面稍紧, 早盘全线上行, 进出口数据公布较差, 低于预期, 利率虽随即作出反应向下, 但震荡后再次回升, 底部较难突破; 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。今日消息面匮乏, 明日发布 CPI 数据以及社融数据, 较为谨慎, 除 3Y 外全部上行, 短端上行幅度大于长端; 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。早盘 CPI、PPI 数据不及预期, 现券端并未有所动作, 同时传言地产政策除一线外全部放开, 且社融在 LPR 下降后有较好预期, 将利率全线抬升, 但 4 点准时公布社融数据, 社融 M2 超预期, 新增贷款低于预期, 市场对数据有一定的消化, 本周以小幅上行收盘。

本周 10 年国债活跃券 220010 由 2.6325% 累计上行 1.05bp 至 2.6430% 开活跃券 220210 由 2.8650% 累计下行 0.3bp 至 2.8620%。

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: 内外需双弱: 出口转弱, CPI 低于预期, 8 月的 LPR 调降、国常会、信贷分析会对金融数据起到一定效果, 但和过往一样, 持续性存疑。利率债探底回调, 短期内止盈情绪严重, 基本面无实质变化的情况下仍旧在小区间内震荡, 回调将再次带来交易机会。

贸易顺差大幅低于预期, CPI PPI 均回落。出口增速低至个位数, 贸易顺差仅为 793.9 亿, 外需转弱对出口的拖累如期而至, 随着海外加息需求继续回落, 价格继续下降, 再叠加 2021 年下半年的高基数, 出口增速未来会有进一步下降的可能。进口增速低至 0.3%, 但环比回升, 去年基数较高。净出口未来将对经济贡献有所下降, 经济仍旧未企稳, 利率暂无大幅调整基础。CPI PPI 方面, 食品升能源降, 核心通胀仍旧较低, PPI 回落较快, 加工业为负。9 月 8 日发改委同大型养殖及屠宰企业召开会议, 目的在于稳定猪价, 避免出现大起大落, CPI 食品端未来预计温和上涨, 但在能源价格下行的大背景下, CPI 大幅增长高于预期的可能性很低, 不会成为低利率环境的掣肘。

金融数据较 7 月比较大改善, 但持续性存疑。社融同比少增受政府债缩量影响较大, 去年基数较高, 专项债去年下半年发行量较大, 今年 8 月非标成为贡献主力, 主要为 3000 亿政策性金融工具中计入股东借款的部分, 非传统非标; 企业中长期贷款有一定改善, 多增 2138 亿, 且未出现票据冲量的现象, 拖累项为外币贷款, 与进口转弱有关。居民贷款继续较弱, 中长期贷款少增 1601 亿, 房地产政策的传导至居民需求延迟时间较长, 短期内居民贷款难以改善。后续关注政策性金融工具对企业中长期信贷的改善, 此部分资金可撬动配套融资规模较大。整体来看, 金融数据受政策推动转强, 关注持续性。但利率债目前调整压力较大。

2.3 存单信用债分析: 存单发行量、净融资额环比增长, 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

1) 一级市场发行: 存单发行量、净融资额环比增长, 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 4,534.80 亿元, 环比增长 61.35%, 偿还量约 2,799.80 亿元, 环比

增长 10.98%，净融资额 1,735.00 亿元，环比增长 503.27%。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 4.34bp 报 1.4192%，3M 期存单平均发行利率较上周上行 1.59bp 报 1.6546%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 7.42bp 报 1.8703%，9M 存单平均发行利率较上周下行 5.52bp 报 1.9423%。

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 1,444.16 亿元，环比下降 51.06%，偿还量约 2,430.37 亿元，环比下降 4.90%，净融资额-986.21 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均下行 2.04bp，3 年期各评级信用债收益率下行 0.21~2.21bp，5 年期各评级信用债收益率下行 1.14~3.14bp。

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	2.068	2.10%	-2.04
信用债(AAA):3 年	2.582	1.50%	-1.22
信用债(AAA):5 年	2.938	0.50%	-3.14
信用债(AA+):1 年	2.196	2.00%	-2.04
信用债(AA+):3 年	2.741	0.90%	-0.21
信用债(AA+):5 年	3.151	0.20%	-1.14
信用债(AA):1 年	2.276	0.20%	-2.04
信用债(AA):3 年	2.921	0.20%	-2.21
信用债(AA):5 年	3.631	1.70%	-3.14

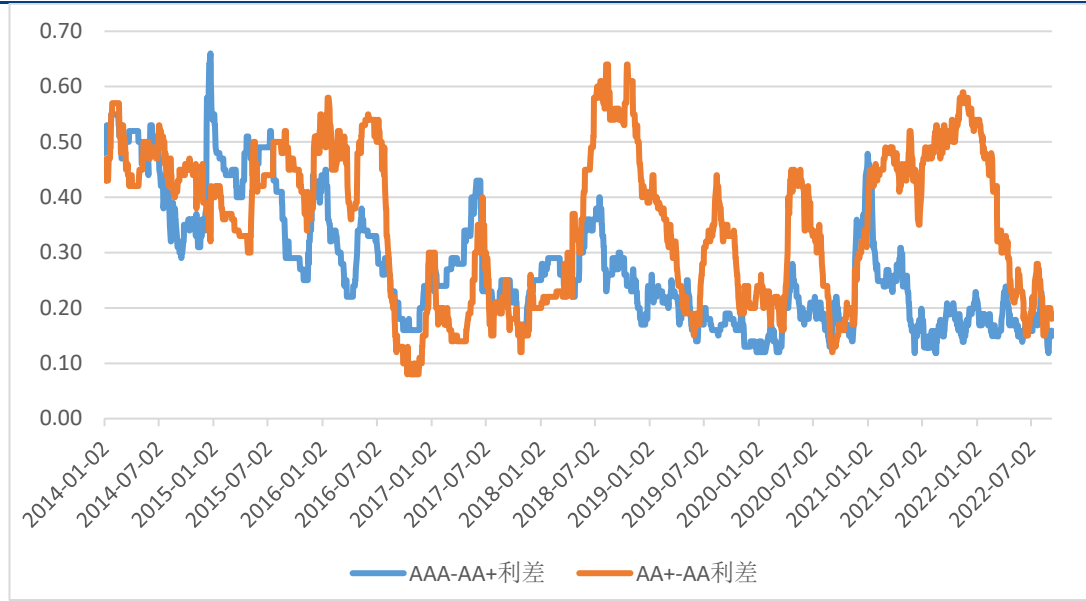
资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

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，短端和长端国开债收益率上行、信用债收益率下行，1 年期各评级信用利差均压缩 2.53bp，5 年期各评级信用利差收窄 2.02~4.02bp，中端国开债收益率下行幅度大于中高评级信用债，3 年期 AAA 级、AA+级信用利差分别走阔 0.12bp、1.13bp，AA 级信用利差收窄 0.87bp。

期限利差方面,AAA 级 3Y-1Y 利差走阔 0.82bp、5Y-3Y 利差收窄 1.92bp, AA+级 3Y-1Y 利差走阔 1.83bp、5Y-3Y 利差收窄 0.93bp, AA 级 3Y-1Y、5Y-3Y 利差分别收窄 0.17bp、0.93bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差走阔 1bp 至 16bp，AA 与 AA+之间的利差收窄 2bp 至 18bp。

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

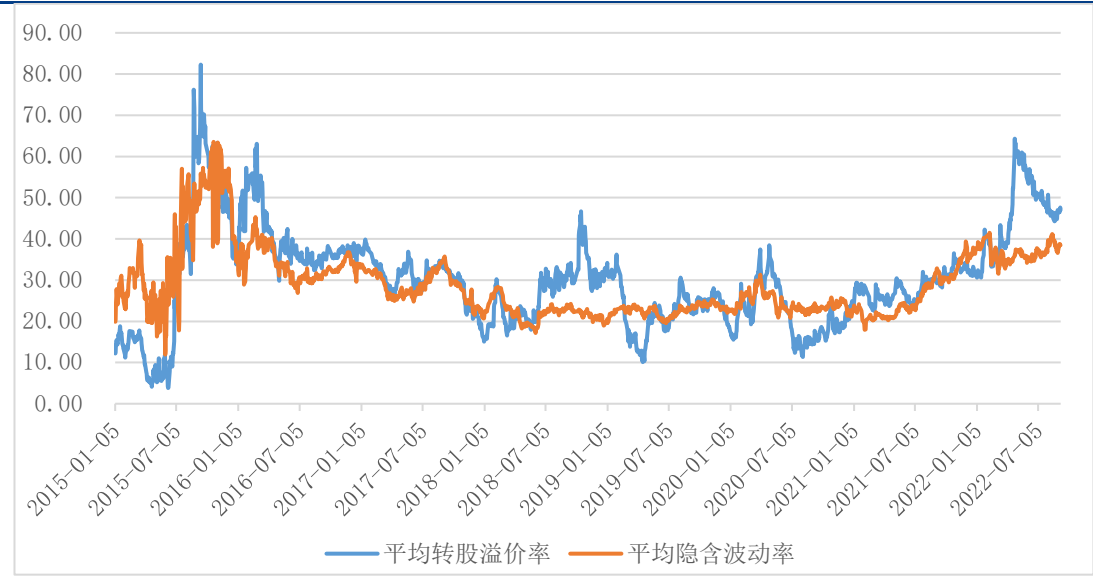
2.4 可转债分析: 权益市场震荡走强、三大指数全面收涨, 近八成可转债录得上涨行情, 关注新旧能源板块、地产政策博弈机会

1) 可转债走势复盘: 权益市场震荡走强、三大指数全面收涨, 近八成可转债录得上涨行情

本周权益市场震荡走强、三大指数全面收涨, 上证指数本周收于 3262.05 上涨 2.37%, 深证成指本周上涨 1.50%, 创业板指本周上涨 0.60%, 中小 100 本周上涨 1.33%。转债亦涨多跌少, 上证转债上涨 1.03% 至 361.96, 深证转债上涨 1.50% 至 312.62, 中证转债上涨 1.18% 至 418.56, 其中近八成可转债录得上涨行情, 中矿转债、火炬转债、胜蓝转债、贵广转债、帝尔转债等领涨, 亚药转债、哈尔转债、华统转债、明泰转债、靖远转债等领跌。一级方面, 本周无转债发行, 顺博转债、小熊转债 2 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、隐含波动率分别上行 0.64pct、1.15pct, 处于 2015 年以来 90%、90% 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：关注新旧能源板块、地产政策博弈机会

本周公布 8 月 CPI、PPI 同比均低于预期且小幅回落、通胀压力缓和，信贷结构边际改善，进出口增速下行，欧美鹰派加息预期升温，人民币贬值压力加大，央行下调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点至 6% 释放维稳信号，国常会部署加力支持就业创业的政策，培育壮大市场主体和经济新动能，流动性延续宽松，A 股走势有所反弹但成交并未放量，临近假期节日效应凸显，转债配置中可考虑以下方向：1) 新能源板块维持高景气但细分领域及标的或分化加剧，受益于海外增长、政策支持的风电、储能等值得关注；2) 地缘政治风险、全球能源供应紧张短期难以缓解，“北溪-1”天然气管道因故障无限期关闭、伊朗核协议等事件催化下传统能源价格与市场情绪均有支撑；3) 重要会议召开在即，地产“一城一策”积极推进，郑州市印发保交楼专项行动实施方案，融资端民企发债获中债担保支持，市场围绕政策预期展开博弈过程或存一定机会。

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：沪指大幅走强，权重股集体暴动。

1) 权益市场走势复盘：赛道股持续萎靡，大金融罕见走强。

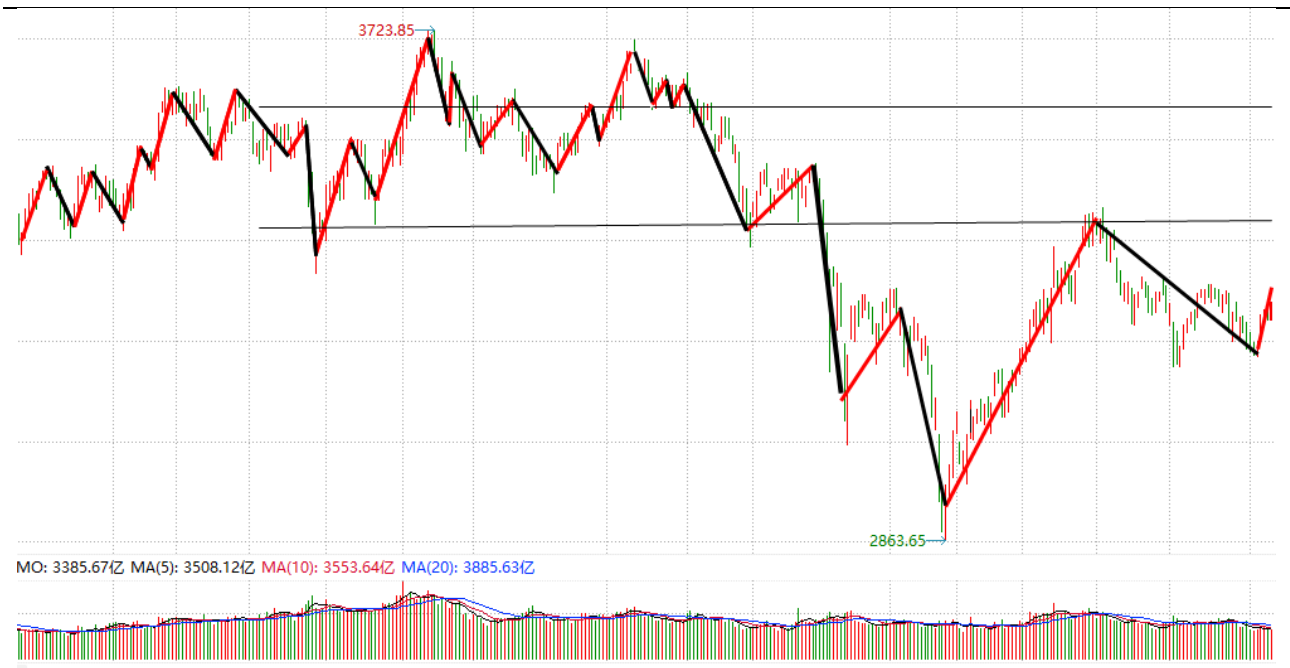
上证综指最终报收 3262.05 点，本周上涨。同期深证成指下跌 2.96%，创业板上涨 1.50%。量能方面，沪指环比缩量，分歧较小。盘面方面，部分传媒与基建受利好刺激成为主题投资的焦点，带动板块人气。

北上资金小幅流出，本周合计流出 2.21 亿元。本周价值强于价值，其中上证 50 上涨 1.71%，沪深 300 上涨 1.74%，中证 500 上涨 2.72%，创业板 50 上涨 0.82%，国证 2000 上涨 1.37%。茅指数上涨 1.33%，宁组合上涨 1.56%。

本周五个交易日，30 个中信一级行业 25 个行业实现上涨，其中房地产、煤炭、有色金属分实现上涨 7.15%、6.66%、6.49%。5 个行业下跌，其中传媒、农林牧渔、食品饮料分别下跌 3.81%、3.42%、1.46%。总体来看，

本周稳增长板块受节后开会预期大涨，成长风格高位调整。

图 15: 股指强势反弹，结构分化严重



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 2.66%，报 32151.7100 点，纳指本周上涨 4.14%，报 12112.3100 点，标普 500 指数本周上涨 3.65%，报 4067.3600 点。

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：沪指大幅走强，权重股集体暴动

中国出口大幅低于预期，拐点已现。据海关总署，8 月我国出口金额同比增长 7.1%，大幅低于 wind 一致预期的+13.5%，较前值+18%快速回落。一方面，美欧经济景气下行，消费需求由商品向服务转移，外需整体趋

于回落。虽然能源危机导致美欧生产成本上升，我国出口的替代效应仍受支撑，但不足以抵消外需总量的下行。另一方面，由于疫情再度抬头、南方高温缺电、沿海地区台风等扰动，国内生产、运输、港口的运转再度受到冲击。从本月港口货物吞吐量的情况来看，外贸货物明显差于内贸，供需两端中，外需回落为主导因素。我们认为9月国内供给冲击缓解，出口增速有望边际反弹。但由于外需大概率趋势性回落，叠加去年8月后出口金额基数抬升，出口增速或将持续走弱，但下行斜率或较为平缓。建议减配或密切关注出口业务占比较大的板块。

8月汽车销量持续向上，下半年有望量利双升。：8月乘用车零售187.1万辆（同比+29%，环比+3%），1-8月累计零售1295.0万辆（同比+0.1%）；新能源零售52.9万辆（同比+111%，环比+9%），1-8月累计零售326.3万辆（同比+120%）。新能源批发63.2万辆（同比+104%，环比+12%），1-8月新能源乘用车批发366.2万辆（同比+119%）。根据交强险数据，8月1日到9月4日国内乘用车累计上牌204.5万辆（同比+16%）；其中新能源乘用车上牌53.5万辆（同比+103%），新能源车渗透率为26%（同比+11%、环比+1%）。近期来看，原材料价格上涨趋势得到到遏制，汽车量利双增，叠加燃油车购置税阶段性减征催化，各地补贴刺激，下半年汽车销量有望持续提升，建议关注汽车板块的配置机会。

种植服务价格调控方向确定，口腔医疗有望触底回升。9月8日，国家医保局发布《关于开展口腔种植医疗服务收费和耗材价格专项治理的通知》，按照九部委联合印发《2022年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点》的要求，开展口腔种植医疗服务收费和耗材价格专项治理工作。《通知》指出，各地医疗保障部门要以单颗常规种植牙的医疗服务价格为重点，按照“诊查检查+种植体植入+牙冠路入”的医疗服务价格实施整体调控，三级公立医疗机构导入至整体不超过4500元每颗的区间，三级以下公立医疗机构参照当地医疗服务分级定价政策相应递减。我们认为，口腔医疗服务行业正常诊疗节奏上半年受疫情反复等因素影响，行业估值处于历史相对低位，有望伴随相关政策落地回升。目前我国种植牙渗透率处于较低水平，建议持续关注口腔医疗服务行业长期发展潜能。

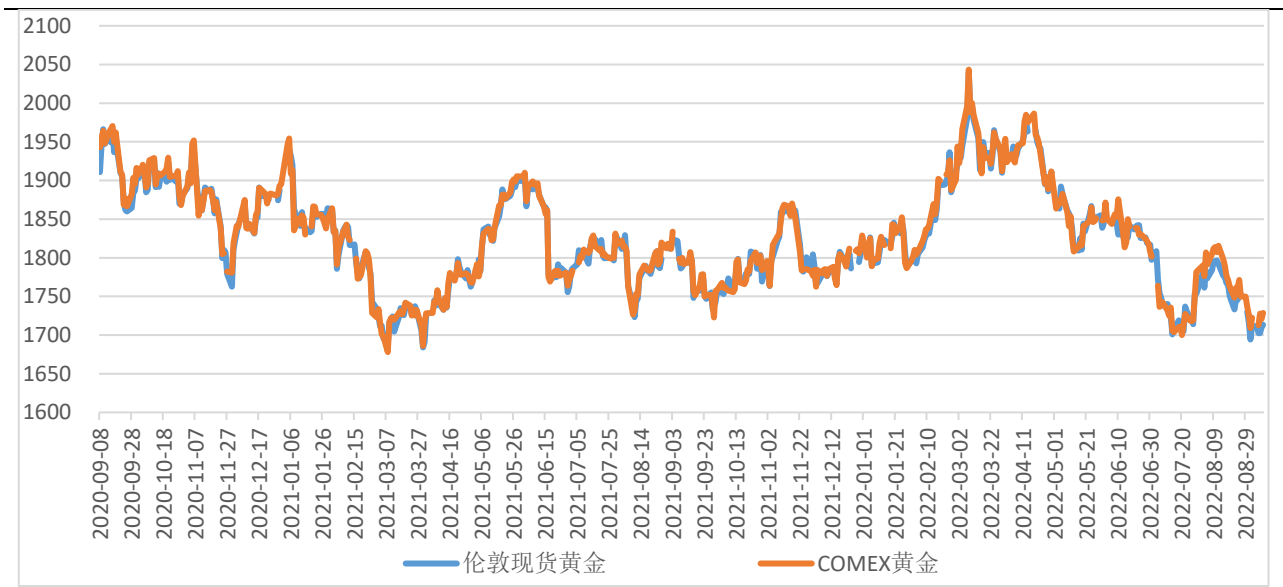
三亚疫情持续恢复，海南客流有望。7月海南旅游人数同比+0.22%，旅游收入同比+4.30%。7月，海南全省接待人数为604.16万人次，同比上升0.22%，环比上升23.21%，为2019年同期水平的107.94%；海口接待过夜旅客人数为117.21万人次，同比下滑21.90%，环比下滑12.06%，为2019年同期水平的65.79%；2021年7月，三亚接待过夜旅客人数为204.93万人次，同比上升2.40%，环比上升69.45%，为2019年同期水平的122.79%。2022年7月，海南省全省旅游收入为117.19亿元，同比上升4.30%，环比上升37.81%，为2019年同期水平的167.29%。本周海南机场进港客流为4.33万人次，环比上涨4.67%，三亚疫情客流回暖。建议持续关注海旅免税龙头公司等投资机会。

展望后市，美联储加速缩表的背景下，短期内外资流出压力或将有所加大。经济数据的好转是A股趋势性上行的支撑，目前经济仍处于弱复苏状态，因此仍应挖掘结构性机会。从估值角度看，八月市场小幅回调后成长风格中国防军工、计算机、电子市盈率较低，安全边际较高。从盈利角度看，军工、能源下游需求旺盛，业绩有望高增。军工方面建议关注正式迈入“20时代”，行业需求明确、业绩拐点向上的军机等航空装备产业链，能源方面未来随电费上涨，组件和硅料降价或将低于前期预期，盈利空间有望抬升。

3.2 黄金市场分析：欧央行大幅加息打压美元升势，金价短期有所企稳

周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日上涨 4.05 美元，或 0.24%，收报于 1713.4 美元/盎司，全周累计微涨 0.05%；美国 COMEX 黄金期货结算价上涨 8.4 美元，或 0.49%，收报于 1728.6 美元/盎司，全周累计上涨 0.35%。

图 17：本周金价小幅上涨（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

本周金价短期触底回升，涨幅很小，主因是欧洲央行大幅度加息施压美元，其他货币汇率回升，同时欧洲经济和英国经济衰退担忧加剧，加之欧洲能源危机，支持了金价上涨，但美联储鹰派言论也限制了金价回升复苏。

欧洲央行于 9 月 8 日召开货币政策会议，宣布将三大关键利率上调 75BP，调整后的利率将于 9 月 14 日生效。欧洲央行大幅上调基准利率的原因是当前通胀率仍然过高，预计后续将进一步加息以抑制通胀。此前 7 月欧洲央行已进行 50BP 的加息，结束了主要存款利率过去 8 年一直为负的局面，此次加息 75BP 也是其历史上最大的加息幅度。

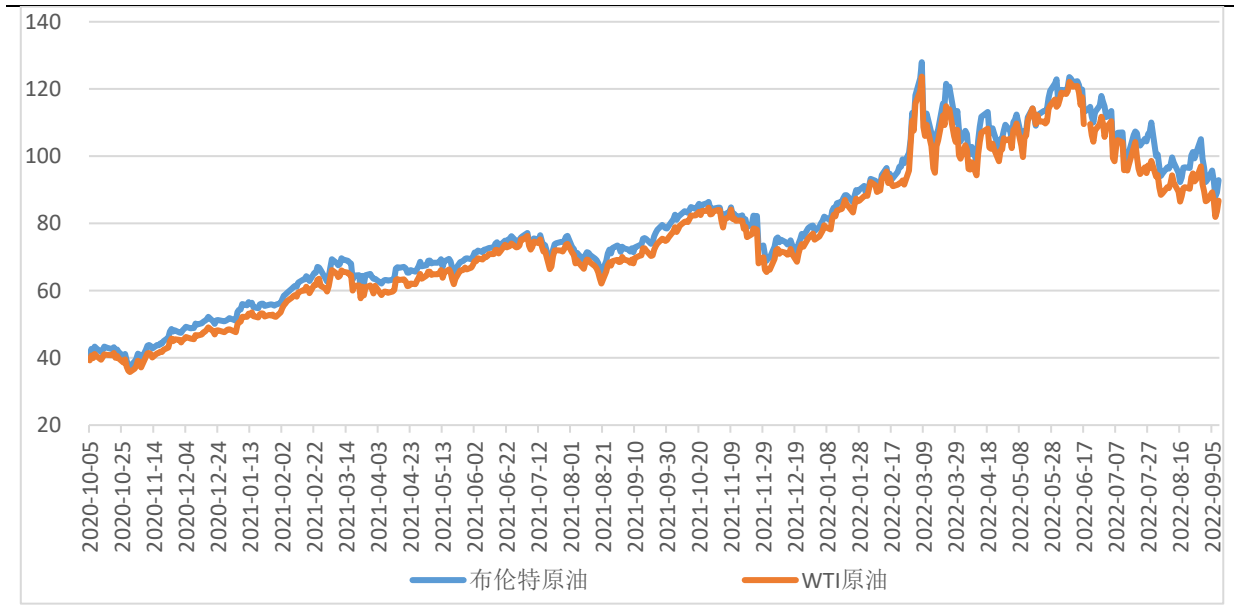
俄乌冲突的影响持续发酵，欧洲多国经济活动受到严重冲击，瑞士、瑞典、芬兰、德国等多国政府近期相继推出对企业的纾困措施，并担忧欧洲能源市场面临的风险。受能源危机打击最严重的区域可能在莱茵河以东，如德国和奥地利，意大利工业也迅速下滑，欧元区之外的波兰和捷克也是重灾区。此外，欧洲天然气和电力价格也出现剧烈波动，气价和电价在 8 月下旬均创出历史新高。

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。定于下周公布的美国 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：部分国家经济放缓和疫情反弹拖累油价表现，但 OPEC+计划减产也支撑油价，油价本周经历了大跌大涨

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 3.69 美元，或 4.14%，收报于每桶 92.84 美元，但由于周二周三两天大跌，全周仍累计下跌 0.19%；美国 WTI 原油期货合约结算价大涨 3.25 美元，或 3.89%，收报于每桶 86.79 美元，全周累计下跌 0.09%。

图 18：本周两大国际油价大跌大涨，交易明显出现分歧（美元/桶）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周两大国际油价大起大落，亚洲疫情扩散引发需求担忧，油价周二周三连续大跌大跌，但随后 OPEC+ 释放减产，油价周五大幅反弹，导致跌幅收窄。

中日韩等亚洲多国近期再次爆出新冠疫情，特别是中国仍坚持“动态清零”策略，一旦出现疫情，当地将转入严格的静态管理，人们的移动受到限制，这引发国际市场新一轮的对石油需求的担忧，更加担心未来石油需求将进一步大幅下降，从而给石油市场带来了持续的下行压力。

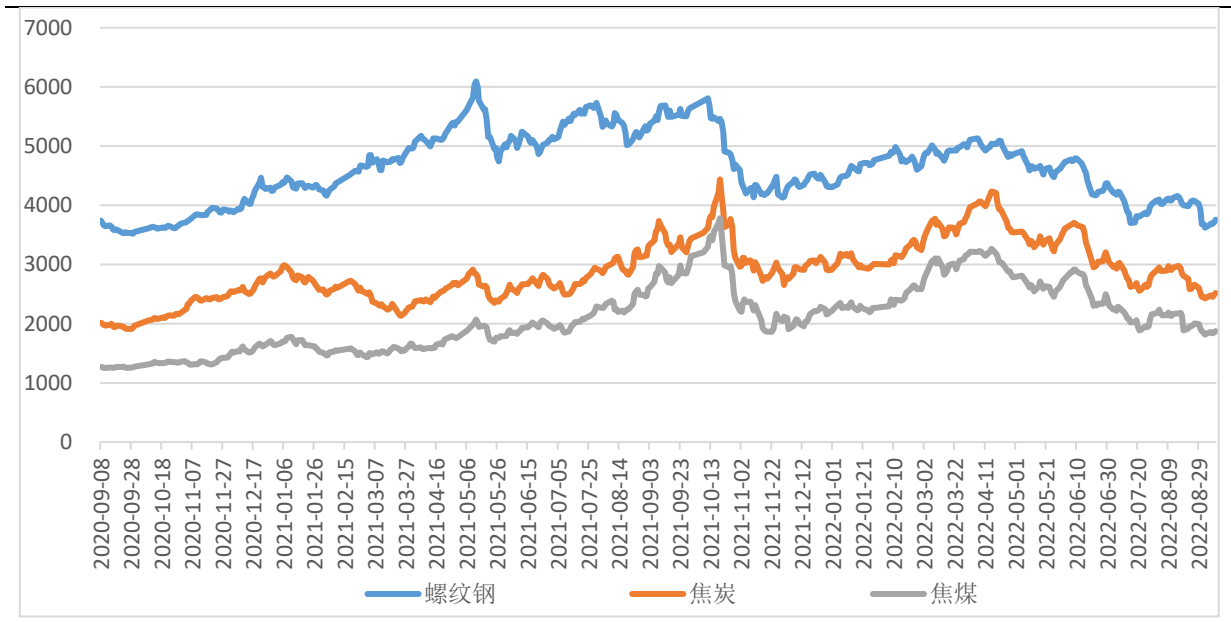
OPEC+决定 10 月小幅度减产。本周 OPEC+召开的会议通过一项决定，将 10 月份的石油总产量目标削减 10 万桶/天，OPEC+产量协议的能源部长们也同意将目标产量水平恢复到 8 月份的配额水平，并表示上个月的增产计划只针对 9 月份。OPEC+小幅减产向石油市场发出一个强烈信号，即为支撑不断下跌油价，OPEC+可以随时“以任何形式”进行，这说明 OPEC+各成员国之间对减产的一致性较高。

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。但也应该注意到，OPEC 达成一致进行减产、伊美核谈判陷入停滞，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：政策推动下，下游需求有一定回暖，加上超跌后性价比较高，黑色系商品价格出现明显反弹

周五，螺纹钢期货主力合约结算价较上周五每吨上涨 134 元，收报于 3756 元/吨，涨幅 3.7%；焦炭价格每吨上涨 95 元，收报于 2519 元/吨，涨幅 3.92%；焦煤价格每吨上涨 59.5 元，收报于 1875.5 元/吨，涨幅 3.28%。

图 19：本周黑色系商品价格出现反弹（元/吨）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

螺纹钢需求有所回升，终端补库意愿有所增加，导致钢价反弹。过去一段时间螺纹钢产量不高，使得当前库存水平处于较低水平，但去库速度慢于往年。基本面看，下游的房地产市场成交维持低位，房企受信用约束，资金仍难以改善，新开工降幅扩大，旺季需求或旺季不旺。后续看，政策性银行专项借款出台，郑州印发保交楼专项行动实施方案，需求预期有所好转，后续螺纹钢价格预计出现一波反弹行情。

下游需求出现一定回暖，焦炭产量增加，价格在超跌后也出现反弹。需求端，铁水产量增速放缓，后续或逐步见顶，短期焦炭刚需尚可，但总库存继续累积，为将来需求增加提前做准备。但国内疫情散发，也制约钢材终端需求回升效率，预计焦炭短期内延续震荡走势。

对于焦煤，由于二十大会议召开在即，煤矿安全检查趋向严格，抑制国内焦煤产量释放，推动焦煤价格反弹。短期内铁水产量保持相对较高位置，加上低库存，焦煤短期需求的韧性仍在，预计焦煤价格在低位震荡后将随着钢材旺季的到来而扭转。

3.5 人民币兑美元汇率分析：欧洲央行加息 75BP，美元指数一度走弱；欧美货币政策持续紧缩下人民币兑美元汇率下行

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.9098，较上周下跌 0.26%。即期汇率报 6.9192，较上周下跌 0.24%，

美元指数报 108.9655，本周下跌 0.6994。

本周美元指数先涨后跌。本周鲍威尔在内的多位美联储官员发言，普遍支持持续美联储当前的紧缩路径，以此来看，美联储很可能在 9 月份的议息会议上继续加息 75BP。本周美元指数仍存上行动力。另一方面，本周欧洲央行加息 75BP，并提出可能在 10 月初变开始缩表。受此影响，后半周美元有所走弱。虽然本周人民银行降低外汇存款准备金率，对于稳定人民币汇率起到一定积极影响，但在欧美均持续紧缩叠加出口走弱下，本周人民币对美元汇率持续下行。

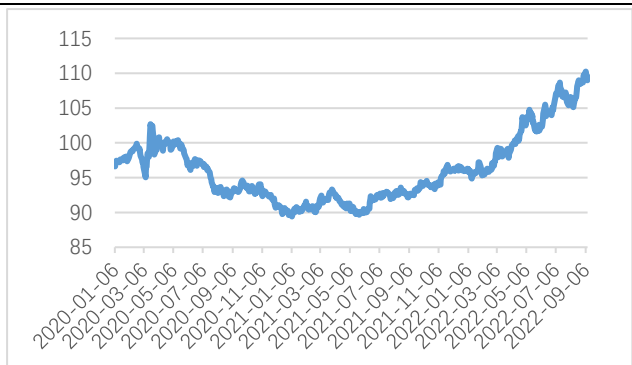
美国近期通胀数据仍处于高位，整体来看，导致美国通胀的因素仍较为复杂，若需要美国通胀实质下行，美联储对于通胀预期的指引仍必不可少，短期内美联储仍将持续坚持紧缩的货币政策。但 7 月份 FOMC 决议上美联储增加了对于美国经济下行风险的关注，可能说明了美国经济近期减速较为明显，美联储不得不增加对于美国经济的关注程度。预计未来美联储的政策重心将更加均衡地分配在通胀以及美国经济上，中长期美联储货币政策紧缩速度不确定性也有所增加，需进一步关注美国未来通胀、经济以及就业走势。

图 20：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 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

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, 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