

金融市场分析周报

(2022.09.13-2022.09.16)

报告摘要

- **宏观数据：**低基数及稳增长政策发力下，8月工业生产、消费和投资增速均超预期，但继续呈现弱复苏态势。尽管疫情散发和高温天气引发的电力不足对经济造成一定扰动，但稳增长政策拉动下，叠加去年同期除出口外的数据基数较低，8月工业生产、消费、投资同比增速均边际加快，复苏强度超出市场预期。考虑到国内需求整体仍较低迷，偏宽松的货币政策调整空间已经不大，今年剩余时间经济增速预计仍将延续当前弱复苏状态，达成全年增长目标的难度较大。
- **资金面分析：**税期临近，央行公开市场大幅净回笼，资金价格明显上行；下周缴税走款，警惕资金价格进一步走高。本周央行公开市场共有100亿元逆回购和6000亿元MLF到期，本周央行公开市场累计进行了80亿元逆回购和4000亿元MLF操作，因此本周央行公开市场全口径净回笼2020亿元。税期临近，资金价格明显上行。下周资金面将面临较大冲击。本周MLF缩量续作后资金面已存在收紧趋势，下周资金价格存进一步走高可能，关注下周央行公开市场操作情况。
- **利率债：**经济超预期但低基数因素占比较大，经济修复需要观察，楼市仍存在地方与中央的博弈，美债利率再次抬高，但对我国利率的压制仅在情绪端，故利率债在如预期探底回调的情况下，将再次带来交易机会。8月经济数据出炉好于预期，工业生产、消费较好，投资仍较差。地产政策未如预期放松。数据虽好于预期，低基数影响较大，内需较弱，地产继续探底，经济修复仍需观察，楼市政策并不能给予地产反转的力量；美国CPI再次超预期，仅能源价格回落，其他全面上涨，且核心CPI继续大幅回升，继续大幅加息预期已在当晚

主要数据

上证指数	3126.40
沪深300	3932.68
深证成指	11261.50

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

经济弱修复，外部紧缩对国内货币政策制约加大 —2022-09-18
8月经济超预期修复，但内外需拉锯考验复苏持续性 —2022-09-17
金融市场分析周报 —2022-09-14

的美债和美股以及汇率端定价，美债大幅走高对我国影响主要体现在汇率导致的资金外流，但以目前外汇自由流动现状来看，中美利差的进一步倒挂仅体现在情绪端，“以我为主”以及我国的经济状况最终决定利率中枢。整体看，预计利率中枢不存在提高的基础，低中枢震荡格局不改，利率债在如预期探底回调的情况下，将再次带来交易机会。

- **可转债：权益市场大幅调整、指数全面收跌，超九成可转债录得下跌行情，关注银行、基建、地产、国防军工与半导体。**8月经济数据边际改善，但基本面复苏仍然偏弱，离岸和在岸人民币先后跌破7.0关口，人民币贬值压力加剧；美国8月CPI数据高于市场预期，美联储大幅加息预期强化、美股大跌，国内外扰动因素加大，投资者情绪脆弱，A股持续调整，转债同步走弱，关注银行、基建、地产、国防军工与半导体。
- **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60.88亿元，上证综指最终报收3126.40点。卫星网络建设有望提速，关注卫星通信投资机会网安法修改意见出台，行业需求有望提升核电新项目获批，建议关注核电装备。8月动力电池产量同环比持续高增，持续关注锂电池产业链。展望后市，经济虽在复苏但复苏力度较弱，经济基本面并不具备风格由成长切换向价值的条件。然而，经过上半年的调整，A股中长期底部已经确认，“金九银十”期间受消费利好政策刺激有望迎来反弹，短期内建议关注社会服务，家用电器，食品饮料，银行，医药生物，美容护理等。中期来看，成长风格方兴未艾，军工方面下游需求旺盛，建议关注业绩拐点向上的军机等航空装备产业链，新能源方面短期内受外部因素影响表现或较为震荡，但中长期增长空间仍较大，回调后或可择机布局。
- **黄金：美通胀数据超预期强化美联储鹰派倾向，美元坚挺的同时金价震荡下跌。**黄金价格本周震荡走弱，且有加速下跌之势，主因是本周公布的美国8月通胀数据高出市场预期，市场担忧美联储将继续大幅加息以遏制高通胀，美元重新走强。全球疫情反复、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，同时主要央行趋鹰信号明显，美元受到较强支撑，金价向下概率较大。

- **原油：**全球加息氛围下，市场仍担忧经济可能出现衰退，油价连续下跌。本周两大国际油价震荡下跌，跌幅近 2%，且连续三周下跌，主因是市场仍担忧全球经济陷入衰退，且美元近期重新走强。对衰退的担忧仍是油价呈现下降趋势的最大原因。一方面，美联储及其他主要央行货币政策继续偏鹰，且有超预期加息的可能性，美元进一步升值将使得油价易跌难涨。不过 OPEC+表现出减产意愿且执行力较强，伊美谈判停滞导致伊朗原油推迟进入国际市场，保证油价不会出现大跌。
- **黑色产业链：**中国主要经济数据同比超预期，提振了市场情绪，除螺纹钢外黑色系商品价格反弹。尽管国际大宗商品价格受到美联储鹰派倾向的压制，但中国公布的宏观数据超预期，提升了市场整体偏好，黑色系商品期价出现反弹。下游房地产相关数据多数仍下跌，螺纹钢价格后续将继续承压。焦炭焦煤的期价反弹尤其是焦煤价格大涨更多归因于供给端的收缩导致供需紧张，预计双焦期价短期内仍宽幅震荡。
- **人民币兑美元汇率分析：**美国 8 月份 CPI 超预期，美元指数大幅跳升，国内经济持续弱复苏，出口下行压力较大，人民币兑美元汇率持续下行。本周二公布的美国 8 月份 CPI 数据再超预期。在国际能源价格呈现走低趋势下，市场一度预计美国 8 月份通胀将见顶回落，然而美国 8 月份通胀环比仍由持平转为上涨，同比增速虽有所放缓，但降幅不及市场预期。通胀数据公布后美元指数大幅上行。本周公布的美国 8 月份消费数据以及周度就业数据也强于预期，也说明美国经济韧性仍存，对美元指数维持高位提供了支撑。随美元指数本周走高，国内经济持续弱复苏，出口下行压力较大，人民币兑美元汇率持续下行。

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	6
1.1 低基数及稳增长政策发力下，8月中国经济继续呈现弱复苏状态，工业生产、消费和投资增速均超预期	6
1.2 一周要闻	9
二、 固定收益市场分析	10
2.1 资金面分析：税期临近，央行公开市场大幅净回笼，资金价格明显上行；下周缴税走款，警惕资金价格进一步走高	10
2.2 利率债走势分析：我国经济向好，美国通胀承压，利率如预期回调，围绕中枢震荡趋势不改	12
2.3 存单信用债分析：存单、信用债发行量环比增长，信用债净融资额延续负数，各期限及各评级信用债收益率全面上行	13
2.4 可转债分析：权益市场大幅调整、指数全面收跌，超九成可转债录得下跌行情，关注银行、基建、地产、国防军工与半导体	15
三、 主要资产价格分析	16
3.1 权益市场分析：沪指大幅走强，权重股集体暴动	16
3.2 黄金市场分析：美通胀数据超预期强化美联储鹰派倾向，美元坚挺的同时金价震荡下跌	19
3.3 原油市场分析：加息周期下，市场仍担忧经济可能出现衰退，油价连续下跌	20
3.4 黑色产业链分析：中国宏观同比数据超预期，需求边际改善，提振了市场情绪，除螺纹钢外黑色系商品价格反弹	21



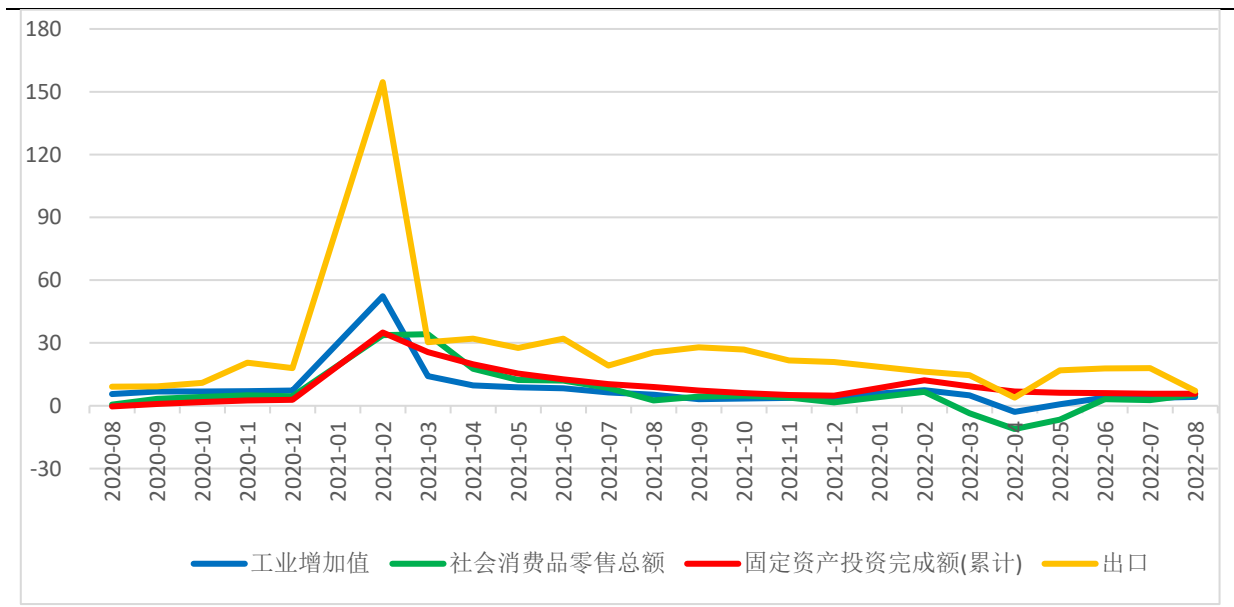
3.5 人民币兑美元汇率分析：美国 8 月份 CPI 超预期，美元指数大幅跳
升，国内经济持续弱复苏，出口下行压力较大，人民币兑美元汇率持续
下行..... 22

一、 本周重点经济数据分析

1.1 低基数及稳增长政策发力下，8月中国经济继续呈现弱复苏状态，工业生产、消费和投资增速均超预期

尽管疫情散发和高温天气引发的电力不足对经济造成扰动，但在低基数及稳增长政策支撑下，中国8月工业生产、消费、投资同比增速均有不同程度上升，复苏力度强于市场预期。国家统计局于9月16日公布的月度宏观数据显示，8月规模以上工业增加值同比实际增长4.2%，增速较7月回升0.4个百分点，环比增长0.32%，高于市场预期；社会消费品零售总额同比增长5.4%，高于7月2.7个百分点，为3月以来最高，环比下降0.05%，为连续两个月下降，但降幅略有收窄；1-8月全国固定资产投资累计同比增长5.8%，较前七个月微升0.1个百分点，环比则小幅加快0.21个百分点至0.36%。工业增加值、消费和投资同比数据均高于市场预期。此前海关总署公布的出口数据显示，一直韧性较强的出口同比增速超预期回落10.9个百分点至7.1%，表明在美联储加息和刺激政策逐渐减弱下外需出现大幅放缓。经济增速加快主要与以下两方面有关：一是2021年8月国内经济在疫情反弹、“能耗双控”、楼市降温的背景下，出口以外的其他数据几乎全面走弱，生产、消费等基数较低；二是与一些政策效果显著有关，如汽车购置税减免刺激了汽车产销两旺、基建投资加速、各地落实“保交楼”使得房地产竣工回升。不过考虑到国内需求整体仍较低迷，且宽货币和宽信用政策力度保持稳定，没有“大水漫灌”，预计今年剩余几个月经济增速仍然延续一种弱复苏状态。

图 1：8月工业增加值、消费、投资同比增速超出市场预期，但出口增速意外下滑（%）



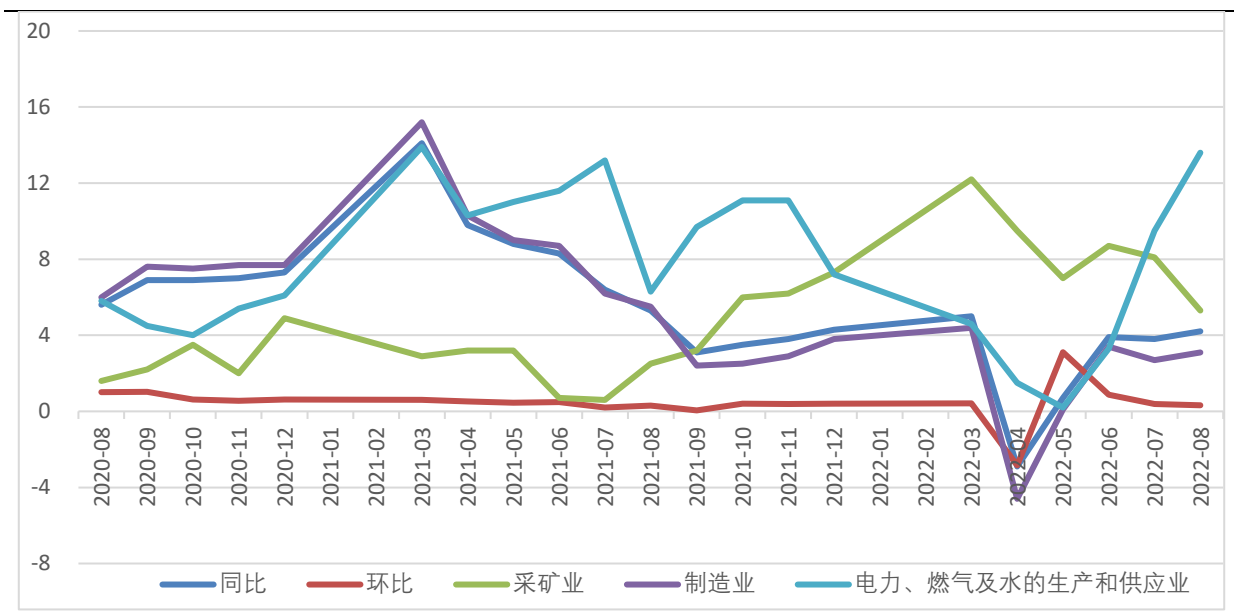
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

随着稳产业链供应链、支持重点行业生产等稳增长政策持续发力，国内工业生产出现反弹好转。8月规模以上工业增加值同比增长4.2%，快于7月0.4个百分点；环比看，8月工业增加值环比增长0.32%，则略低于7月。从三大工业门类看，8月高温天气带动用电需求快速增加，电力、燃气及水的生产和供应业增长最快，同比增速提升4.1个百分点至13.6%；受国际大宗商品价格回调影响，采矿业同比增长5.3%，增速较7月放缓2.8

个百分点；但疲软的国内外需求导致制造业继续拖累工业生产总体增长，同比仅增长 3.1%，仅比 7 月提升 0.4 个百分点。

41 个工业大类行业中，有 24 个行业增加值保持同比增长。主要行业中，汽车制造业增加值增长较快，同比增速加快 8 个百分点至 30.5%，连续三个月保持两位数高增速；计算机、通信和其他电子设备制造业增速则放缓 1.8 个百分点至 5.5%。主要产品中，汽车产量同比增长 39%，增速提升 7.5 个百分点；钢材产量同比降幅收窄、粗钢产量增速也加快；高温天气影响下，发电量同比增速加快 5.4 个百分点至 9.9%；水泥产量同比下降 13.1%，降幅较 7 月扩大 6.1 个百分点，主要与房地产低迷有关。

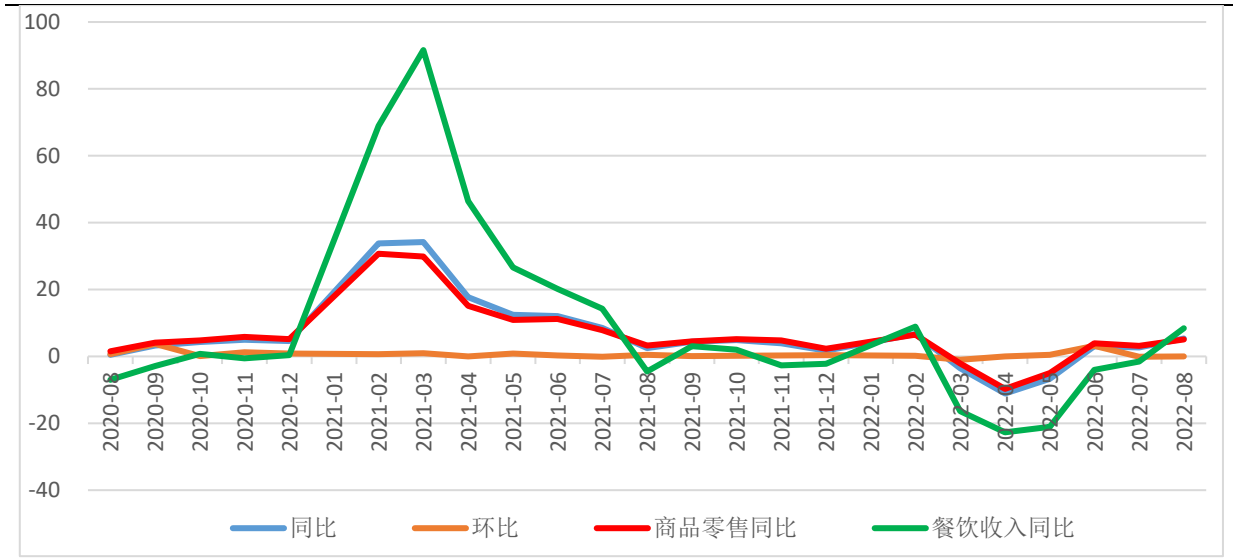
图 2：8 月电力、燃气及水的生产和供应业增速最快，制造业增速较慢（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

国内消费继续从 4 月的疫情低谷中反弹，加上上年同期的低基数，消费同比增速改善明显。8 月社会消费品零售总额 36258 亿元，同比增长 5.4%，高于 7 月 2.7 个百分点，为 3 月以来最高；环比看，8 月社会消费品零售总额下降 0.05%，连续两个月下降，降幅略有收窄。从两大消费类型看，8 月商品零售同比增长 5.1%，高于 7 月 1.9 个百分点；餐饮收入同比增长 8.4%，提高 9.9 个百分点，为 3 月以来首次转正，低基数和防疫措施边际放松为背后主因。另外，由于国内疫情继续零星散发，导致网上消费略有反弹，1-8 月全国网上零售额同比增速提高 0.5 个百分点至 3.7%。

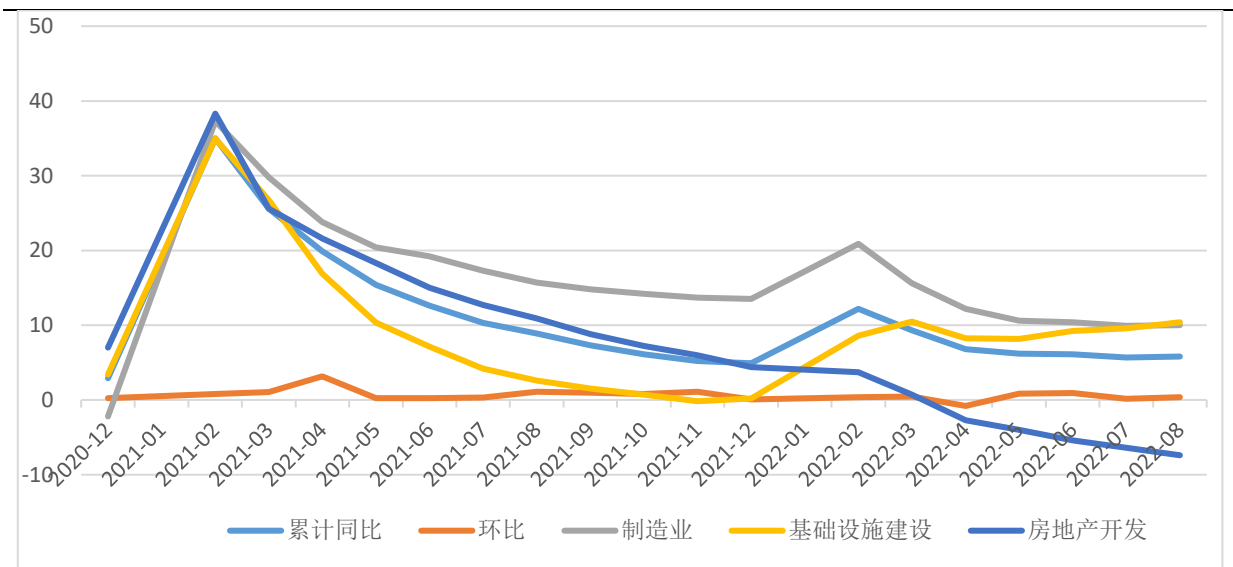
从主要消费商品看，食品、药品等必需消费品增长稳定，但可选消费和升级类消费低迷。8 月粮油食品类消费同比增长 8.1%，中西药品消费增长 9.1%，分别高于前值 1.9 个和 1.3 个百分点，且持续高于消费总体增速。升级类消费增速明显放缓，8 月化妆品类消费同比由增转降，下降 6.4%，低于前值 7.1 个百分点，金银珠宝类消费增速放缓 14.9 个百分点至 7.2%。在国内油价上涨和暑假旅游的拉动下，石油及制品消费仍处于高位，同比增速加快 2.9 个百分点至 17.1%，为 3 月以来最高。受新一轮汽车购置税减半政策刺激，8 月汽车消费同比增速达到 15.9%，为 2021 年 5 月以来最高。

图 3：8 月消费继续复苏，商品零售加速增长，餐饮收入同比增速由负转正（%）


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

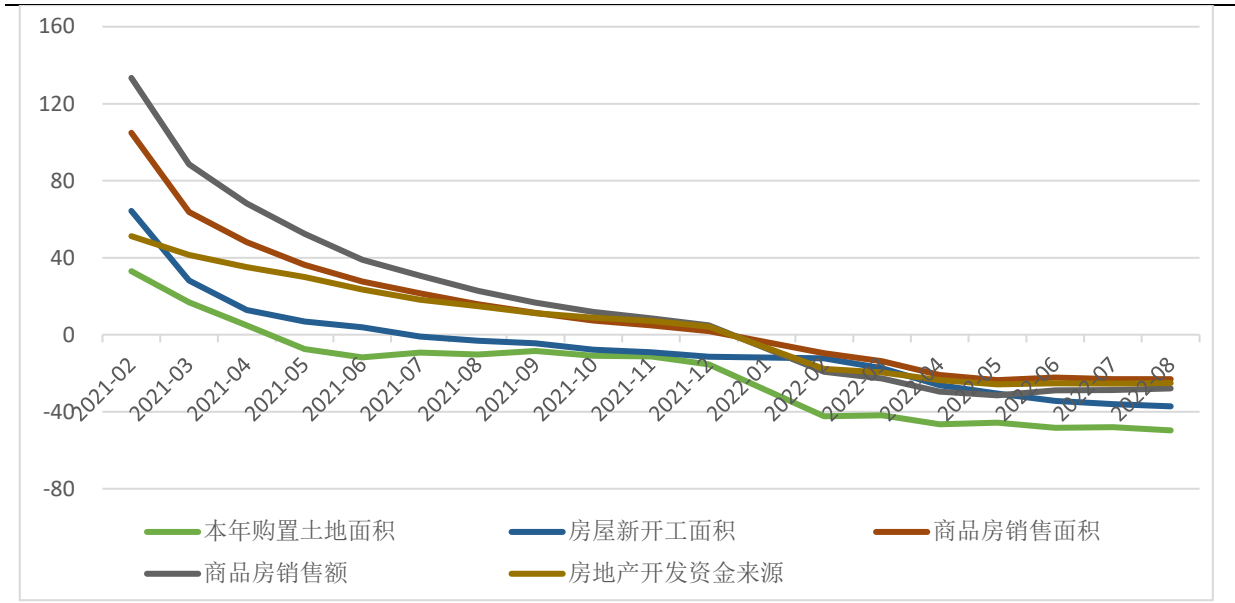
房地产行业延续低迷导致投资降幅继续扩大，但基建、制造业投资增速加快，固定资产投资出现小幅改善。

1-8 月全国固定资产投资累计同比增长 5.8%，较 1-7 月上升 0.1 个百分点；环比看，8 月增速小幅加快 0.21 个百分点至 0.36%。从三大行业投资看，1-8 月累计，作为稳增长的一个主要部分，地方专项债要求在 8 月底之前发行完毕，因此拉动基础设施投资同比增长 8.3%，较 1-7 月上升 0.9 个百分点，为近五个月来最高；制造业投资同比增长 10%，高于 1-7 月 0.1 个百分点，对固定资产投资起到一定支撑作用；房地产投资同比降幅扩大 1 个百分点至 7.4%，创 2020 年 4 月以来新低，其中 8 月当月下降 13.8%，降幅扩大 1.5 个百分点。尽管一些地方政府推出保交楼措施，但内需不振及公众对未来收入的担忧导致房地产市场低迷。主要房地产先行指标走势有所分化，土地购置面积同比下降 56.6%，商品房新开工面积同比下降 45.7%，降幅分别扩大 9.3 个和 0.3 个百分点；商品房销售额、商品房销售面积、竣工面积降幅则收窄。

图 4：1-8 月基建和制造业投资改善，但房地产投资仍低迷（%）


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

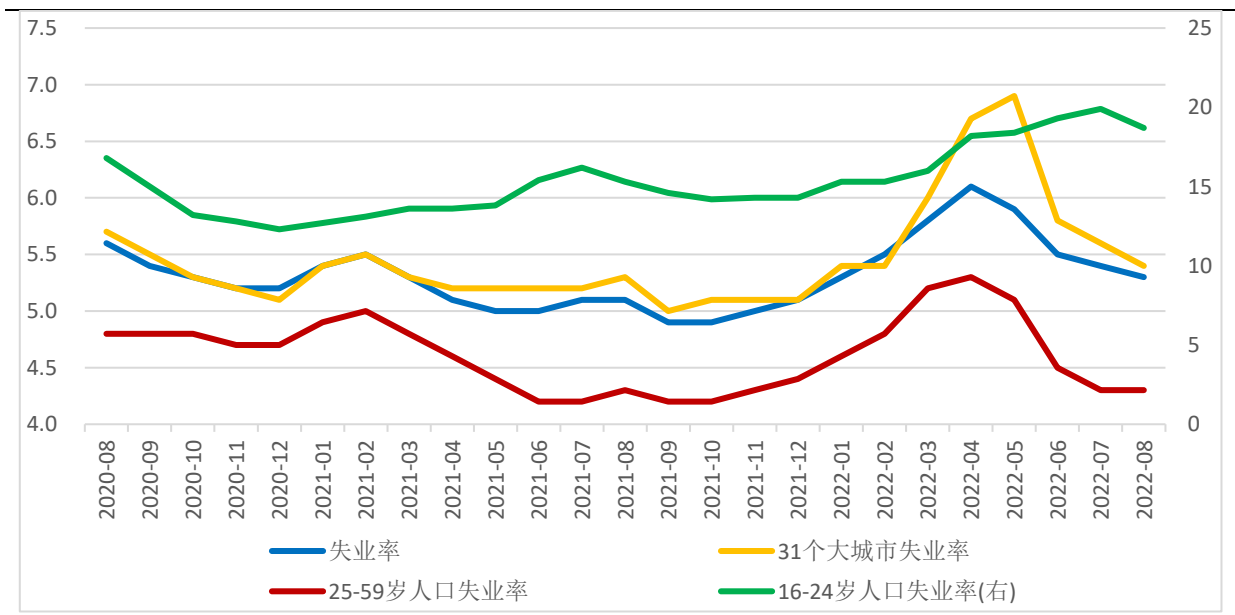
图 5：部分房地产先行指标有一定改善，但整体看降幅仍较大（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

国内经济呈现弱复苏，政府将增加就业放在突出位置上，8月就业形势总体稳定，青年人失业率在连续四个月创新高后开始回落。8月全国城镇调查失业率为 5.3%，较 7 月下降 0.1 个百分点，为连续四个月下降。从不同年龄段劳动力人口看，25-59 岁人口调查失业率为 4.3%，与 7 月持平；16-24 岁的青年人口调查失业率为 18.7%，较 7 月历史高点回落 1.2 个百分点，结束连续四个月走高态势，但整体看失业水平仍在高位。另从具有代表性的大城市就业状况看，压力也有所缓解，31 个大城市城镇调查失业率为 5.4%，比 7 月下降 0.2 个百分点。

图 6：经济弱复苏带动劳动力市场状况改善，8月失业率小幅下降（%）



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、离岸人民币兑美元跌破 7.0 关口，为 2020 年 8 月以来首次

离岸人民币兑美元跌破 7.0 关口，为 2020 年 8 月以来首次。业内人士指出，无需过多关注人民币汇率“破 7”与否，“破 7”并不意味着人民币将大幅贬值。当前，人民币汇率双向波动已是常态。随着未来美元指数冲高回落、国内经济企稳恢复、政策工具的适当调节，人民币汇率将重新回到 7 元以上。

2、MLF 连续两个月缩量续做

央行 9 月 15 日开展 4000 亿元 MLF 操作，对冲当日到期的 6000 亿元后，实现 2000 亿元的资金回笼；与此同时，本期 MLF 操作利率为 2.75%，与上期持平。这是 MLF 连续第二个月缩量续做。业内人士表示，这主要与近期市场利率大幅低于政策利率，市场需求减少有关，也释放了避免市场流动性过度宽松、引导银行加大对实体经济信贷投放的政策信号。

3、央行：不搞大水漫灌、不透支未来

央行货币政策司发表题为《创新和完善货币政策调控 促进经济运行在合理区间》的文章表示，我国经济长期向好的基本面没有改变，经济保持较强韧性，我国货币政策空间充足，政策工具丰富，促进经济保持在合理区间具备诸多有利条件。下一步，央行将实施好稳健的货币政策，坚持以我为主、稳中求进，兼顾稳就业和稳物价、内部均衡和外部均衡，加力巩固经济恢复发展基础，不搞大水漫灌、不透支未来。

4、美国 8 月 CPI 数据高于市场预期，市场大举押注美联储 9 月加息 75 个基点

美国 8 月未季调 CPI 同比升 8.3%，预期升 8.1%，前值升 8.5%；季调后 CPI 环比升 0.1%，预期降 0.1%，前值持平；未季调核心 CPI 同比升 6.3%，预期升 6.1%，前值升 5.9%；核心 CPI 环比升 0.6%，预期升 0.3%，前值升 0.3%。美国 8 月 CPI 数据超出市场预期，联邦利率基金期货预计，在 9 月会议上，美联储加息 75 个基点的几率为 81%。

二、固定收益市场分析

2.1 资金面分析：税期临近，央行公开市场大幅净回笼，资金价格明显上行；下周缴税走款，警惕资金价格进一步走高

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场全口径净回笼 2020 亿元

本周央行公开市场共有 100 亿元逆回购和 6000 亿元 MLF 到期，本周央行公开市场累计进行了 80 亿元逆回购和 4000 亿元 MLF 操作，因此本周央行公开市场全口径净回笼 2020 亿元。下周央行公开市场将有 80 亿元逆回购到期，其中周一无逆回购到期，周二至周五均到期 20 亿元；此外，下周三（9 月 21 日）还有 400 亿国库现金定存到期。

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	0	20	20	20	20
7天	0	-40	-20	-20	-20
14天	0	0	0	0	0
MLF (投放) 365D	0	0	0	4000	0
MLF (回笼) 365D	0	0	0	-6000	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	-20	0	-2000	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, 央行缩量续作 MLF, 资金价格明显上行。本周前半周资金市场整体平稳, 随本周三起 7d 资金开始跨税期, 资金价格相应走高, 本周四 6000 亿元 MLF 到期, 央行缩量 2000 亿元进行续作, 隔夜及 7d 资金价格均呈现明显上行趋势。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.3775%, R007 加权平均升至 1.6631%; 交易所回购利率 GC001 加权平均升至 1.7170%, GC007 加权平均升至 1.6890%。

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		1.2547	1.2564	1.3072	1.3775
	R007		1.5907	1.6156	1.6266	1.6631
	R014		1.6224	1.6304	1.6796	1.6824
	R021		1.5915	1.7898	1.6084	1.6838
	R1M		1.7604	1.8771	1.8559	1.9206
上交所协议回购	206001		3.0080	3.0440	3.3070	
	206007		3.2570	3.3420	3.4830	3.3750
	206014		4.5090	5.0920	5.0850	5.8470
	206021		4.9560	4.1270		
	206030		4.7120	5.4210	5.5980	5.9640
利率互换定盘: 1Y	FR007		1.9221	1.9350	1.9439	1.9756

资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

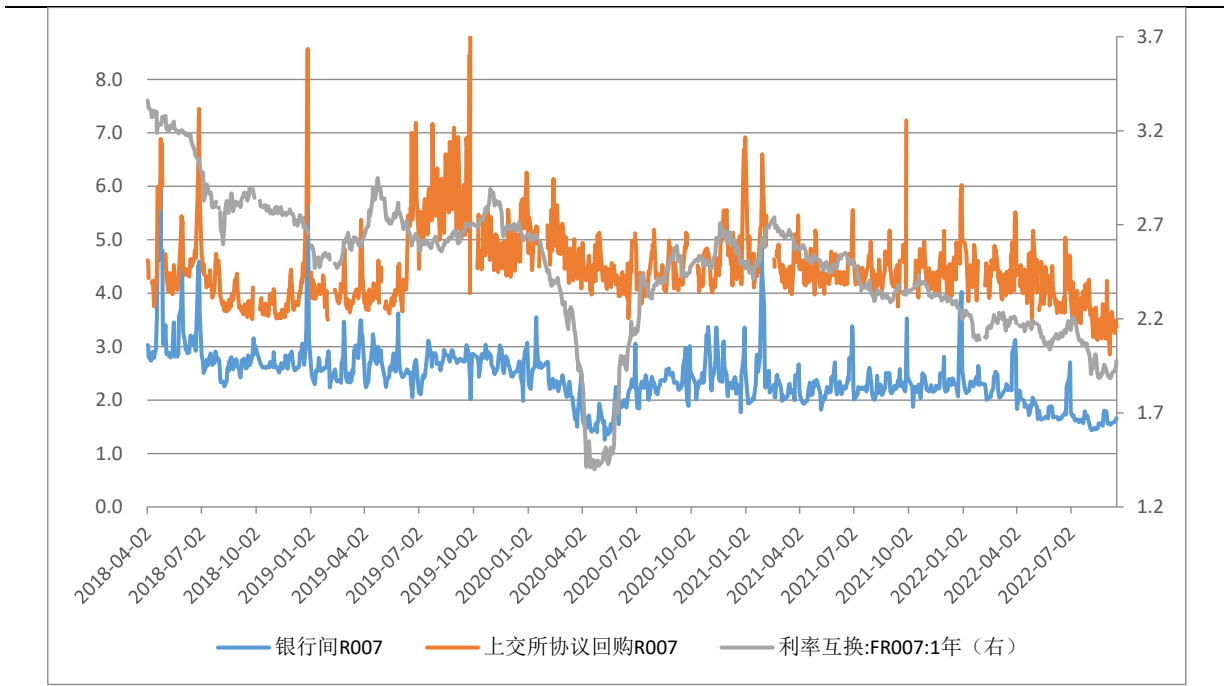
2) 资金面的展望: 税期临近, 警惕资金价格走高的可能

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，但随央行不断净回笼操作，资金面存在回归正常的趋势。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。

央行连续两个月缩量续作 MLF，资金价格呈现上行趋势，资金面宽松程度逐步转变。下周缴税走款，叠加 400 亿元国库现金定存到期，以及政府债净融资额有所上行，预计资金面将面临较大冲击。本周 MLF 缩量续作后资金面已存在收紧趋势，下周资金价格存进一步走高可能，关注下周央行公开市场操作情况。

图 7：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：我国经济向好，美国通胀承压，利率如预期回调，围绕中枢震荡趋势不改

1) 利率债走势复盘：

本周，逆回购到期 100 亿和假期原因投放 80 亿，净回笼 20 亿，MLF 到期 6000 亿，续作 4000 亿，净回笼 2000 亿，利率债回调。周二，央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，当日 40 亿元逆回购到期，净回笼 20 亿。节前预期的地产放松政策并未公布，郑州 3000 亿消息也遭撤回，利率债仅长端小幅上行，国开略强于国债；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。昨晚美国公布 8 月 CPI，仍超预期，美债大幅上行，美股暴跌。苏州广州公布放松限购政策，利率债全线上行，同时包含了明日缩量 MLF 的预期；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。开展 4000 亿 MLF 操作，6000 亿 MLF 到期，净回笼 2000 亿。盘间青岛楼市再次放松，但长端今日变化不大，昨日消化较多预期；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。早盘经济数据超预期，现券端全线上行，10Y 国债一度上行 2BP，日间苏州恢复限购，政策 2 日游，稍晚青岛恢复限购，政策 1 日游，现券利率下行。全天倒 V 走势，大幅上行后回落，但短端仍上行较多，长端强于短端。本周整体回调上行。

本周 10 年国债活跃券 220010 由 2.6430% 累计上行 2.7bp 至 2.6700%，10 年国开活跃券 220210 由 2.8620% 累计上行 2.3bp 至 2.8850%。

图 8：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：经济超预期但环比下降，经济修复需要观察，楼市仍存在地方与中央的博弈，美债利率再次抬高，但对我国利率的压制仅在情绪端，故利率债在如预期探底回调的情况下，将再次带来交易机会

8 月经济数据出炉好于预期，工业生产、消费较好，投资仍较差。地产政策未如预期放松。工业增加值同比 4.2%，比 7 月提高 0.4 个百分点，存在一定的低基数原因；消费同比 5.4%，比 7 月提高 2.7 个百分点，但主要为低基数原因，今年 8 月餐饮和汽车均较去年明显好转，可选消费仍较弱，内需仍较差；投资同比 5.8%，地产继续拖累，基建和制造业确实亮眼，但基建仍旧是预期之中，预计今年基建增速仍会超过 10%，制造业预计随着之前的基数提高，未来有一定增速放缓预期；16-24 岁失业率 18.7% 虽较 7 月下降但仍为高位。地产政策方面，本周苏州和青岛解除限购，但周五撤销，超强二线的楼市放松政策仅能 1-2 日游，保交付是首位，楼市仍存在地方与中央的博弈。整体看，8 月经济数据虽好于预期，低基数影响较大，内需较弱，地产继续探底，经济修复仍需观察，楼市政策并不能给予地产反转的力量，预计利率中枢不存在提高的基础，低中枢震荡格局不改。

美国 CPI 再次超预期，对我国的长期利率存在有限影响，情绪端占比偏多。美国 8 月未季调 CPI 同比升 8.3%，预期升 8.1%，前值升 8.5%。未季调核心 CPI 同比升 6.3%，预期升 6.1%，前值升 5.9%。仅能源价格回落，其他全面上涨，且核心 CPI 继续大幅回升，继续大幅加息已在当晚的美债和美股以及汇率端定价，美债大幅走高对我国影响主要体现在汇率导致的资金外流，但以目前外汇自由流动现状来看，中美利差的进一步倒挂仅体现在情绪端，“以我为主”以及我国的经济状况最终决定利率中枢。

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

同业存单方面，本周同业存单发行量约 4,802.90 亿元，环比增长 7.22%，偿还量约 3,273.80 亿元，环比增长 16.93%，净融资额 1,529.10 亿元，环比下降 8.96%。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 5.26bp 报 1.4718%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 1.23bp 报 1.6423%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 2.92bp 报 1.8411%，9M 存单平均发行利率较上周上行 4.43bp 报 1.9866%。

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 1,651.80 亿元，环比增长 14.32%，偿还量约 2,337.18 亿元，环比下降 1.61%，净融资额延续负数，为-685.39 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：各期限及各评级信用债收益率全面上行，信用利差被动压缩

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率全面上行，1 年期各评级信用债收益率上行 0.03bp~1.03bp，3 年期各评级信用债收益率上行 0.58~3.57bp，5 年期各评级信用债收益率上行 0.69~2.69bp。

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	2.074	2.30%	0.03
信用债(AAA):3 年	2.587	1.70%	0.58
信用债(AAA):5 年	2.953	0.90%	0.69
信用债(AA+):1 年	2.202	2.20%	1.03
信用债(AA+):3 年	2.766	1.40%	3.57
信用债(AA+):5 年	3.176	0.80%	2.69
信用债(AA):1 年	2.282	0.40%	1.03
信用债(AA):3 年	2.936	0.40%	1.57
信用债(AA):5 年	3.666	2.70%	2.69

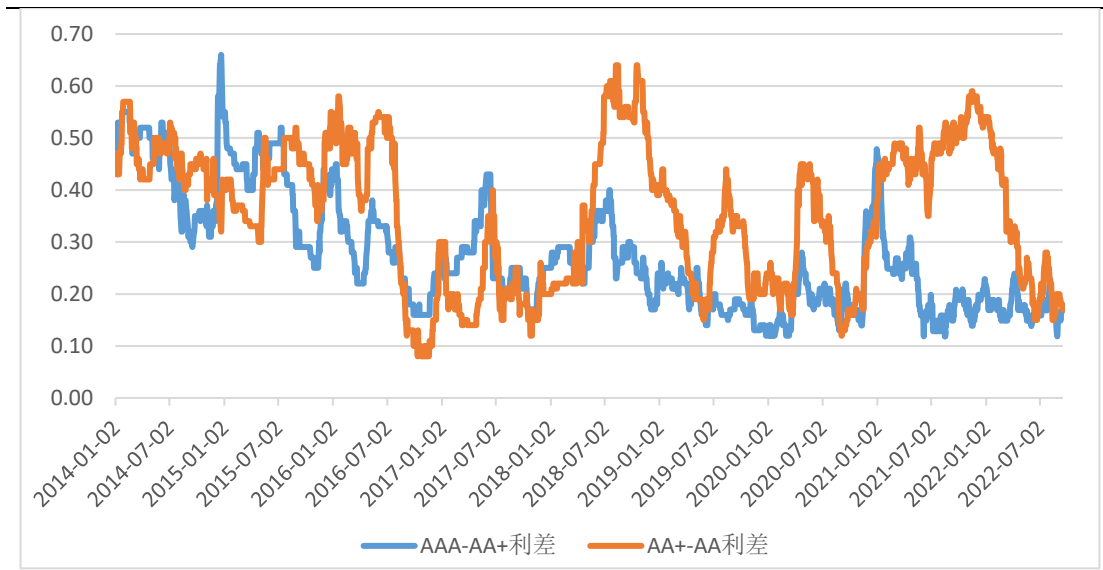
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

信用利差方面，以同期限中短票收益率-国开债收益率测算信用利差，各期限国开债收益率上行幅度均大于信用债收益率，信用利差被动压缩，1 年期各评级信用利差收窄 4.12bp~5.12bp，3 年期各评级信用利差收窄 1.76~4.75bp，5 年期各评级信用利差收窄 3.14~5.14bp。

期限利差方面，高评级与低评级信用债收益率长端上行幅度最大、中端次之、短端最小，AAA 级 3Y-1Y、5Y-3Y 利差分别走阔 0.55bp、0.11bp，AA 级 3Y-1Y、5Y-3Y 利差分别走阔 0.54bp、1.12bp，AA+级信用债收益率中端上行最为显著，3Y-1Y 利差走阔 2.54bp、5Y-3Y 利差被动压缩 0.88bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差走阔 2bp 至 18bp，AA 与 AA+之间的利差收窄 1bp 至 17bp。

图 9：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

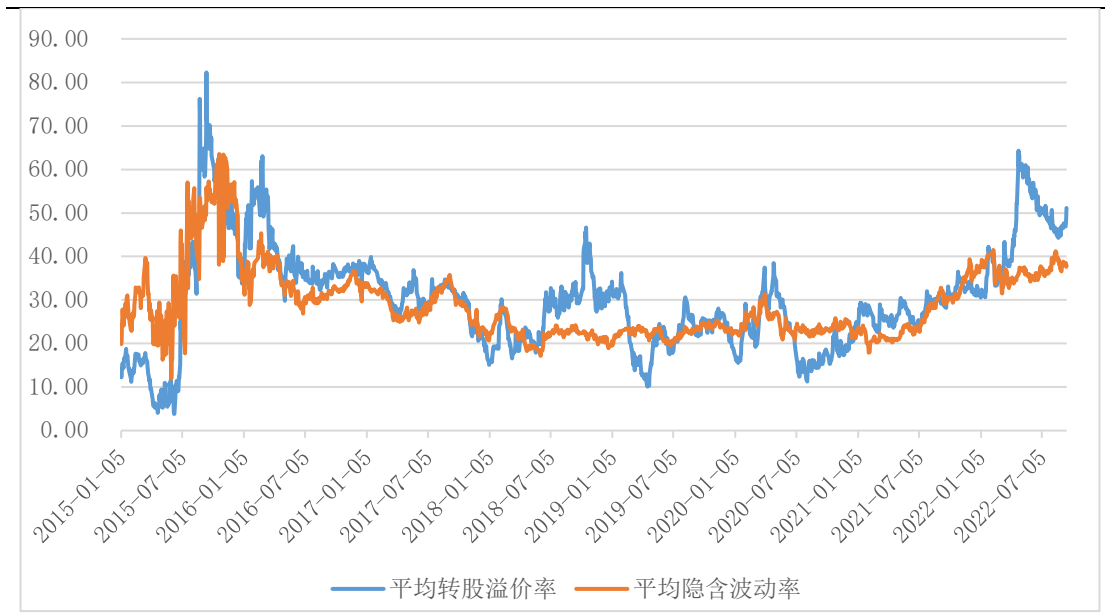
2.4 可转债分析：权益市场大幅调整、指数全面收跌，超九成可转债录得下跌行情，关注银行、基建、地产、国防军工与半导体

1) 可转债走势复盘：权益市场大幅调整、指数全面收跌，超九成可转债录得下跌行情

本周权益市场大幅调整、指数全面收跌，上证指数本周收于 3126.40 下跌 4.16%，深证成指本周下跌 5.19%，创业板指本周下跌 7.10%，中小 100 本周下跌 4.43%。转债同步下跌但幅度不及正股，上证转债下跌 1.71% 至 355.79，深证转债下跌 2.65% 至 304.35，中证转债下跌 2.01% 至 410.16，其中超九成可转债录得下跌行情，盘龙转债、嘉澳转债、鼎胜转债、天能转债、迪森转债等领跌，海波转债、横河转债、天地转债、胜蓝转债、宏川转债等领涨。一级方面，本周金盘转债、密卫转债、常银转债、淮 22 转债 4 只转债发行，瑞科转债 1 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 4.02pct、隐含波动率下行 0.61pct，分别处于 2015 年以来 93%、89% 历史分位数水平。

图 10: 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: 关注银行、基建、地产、国防军工与半导体

本周公布 8 月经济数据边际改善, 但地产投资继续下滑、疫情多地散发、基本面复苏仍然偏弱, 苏州、青岛紧急调整住房限购政策、收回部分措施, 地产调控放松的乐观预期受到冲击, 离岸和在岸人民币先后跌破 7.0 关口, 人民币贬值压力加剧; 美国 8 月 CPI 数据高于市场预期, 美联储大幅加息预期进一步强化, 美股大跌, 叠加美国会参院外委会审议通过“2022 年台湾政策法案”、台海局势趋紧, 美国 IRA 法案、欧盟立法提案、欧洲限制电价压制我国新能源汽车、光伏产业链外需, 投资者情绪脆弱、风险偏好回落, A 股持续调整, 转债配置中可考虑以下方向: 1) 近期国内外扰动因素加大, 银行等高股息率、低估值板块防御属性凸显; 2) 稳经济接续政策出台落地、地方持续加码“保交楼”, 基建、地产等受益板块仍存政策博弈机会; 3) 地缘政治风险催化下的国防军工与国产替代逻辑下的半导体值得关注。

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

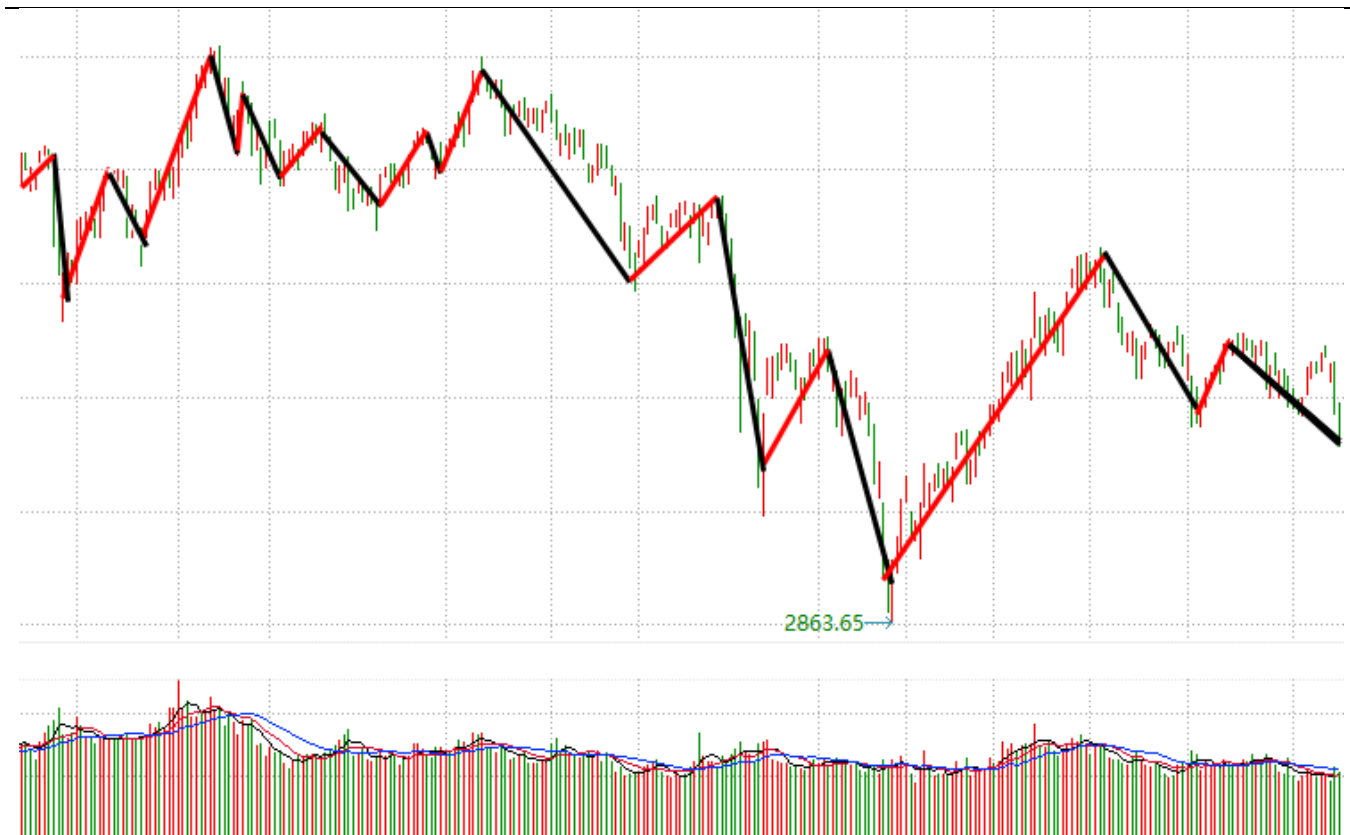
上证综指最终报收 3126.40 点, 本周下跌 4.16。同期深证成指下跌 5.19%, 创业板下跌 7.10%。量能方面, 沪指环比持平, 分歧不大。盘面方面, 全市场实现普跌格局, 新能源领跌。

北上资金小幅流出, 本周合计流出 60.88 亿元。本周价值强于价值, 其中上证 50 下跌 2.89%, 沪深 300 下跌 3.94%, 中证 500 下跌 5.74%, 创业板 50 下跌 8.00%, 国证 2000 下跌 6.05%。茅指数下跌 2.70%, 宁组合下跌 6.20%。

本周五个交易日, 30 个中信一级行业全线下跌, 其中国防军工较抗跌, 仅收跌 0.65。电力设备及新能源、

有色金属、煤炭分别领跌 9.16%、7.48%、7.31%。总体来看，本周稳增长板块表现较为抗跌，高估值板块跌幅较大。

图 11：沪指大幅暴跌，行业无一上涨



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 4.13%，报 30822.4200 点，纳指本周下跌 5.48%，报 11448.4000 点，标普 500 指数本周下跌 4.77%，报 3873.3300 点。

图 12: 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

卫星网络建设有望提速, 关注卫星通信投资机会。近期, 华为通过线上发布会形式推出华为 Mate50 系列手机, 该系列手机支持通过北斗卫星发送消息的硬件能力, 是业界首款支持北斗卫星消息的大众智能手机。随后, 苹果公司发布 iPhone14 系列手机, 该系列手机支持卫星通信紧急救助功能, 可以连接特定的卫星频率, 发送消息传达给急救机构。当前卫星通信主要应用于广播通信与商业移动通信两大领域, 广播通信主要应用于电视信号卫星广播传输等领域, 商业移动通信主要用于海事卫星通信、应急卫星通信等领域, 尚未进入消费终端领域。我们认为, 本次华为、苹果公司率先在业内开拓了卫星短信功能, 虽然只能支持文字信息传输, 但仍具有里程碑式意义, 未来手机卫星通信功能有望逐步拓展到语音、图像传输等方面, 卫星通信的消费级市场有望逐步打开。建议关注卫星制造、火箭发射、通信卫星运营相关标的的投资机会。

网安法修改意见出台, 行业需求有望提升。9月13日网信办发布《关于修改(中华人民共和国网络安全法)》的决定, 意见反馈截止时间为2022年9月29日。《意见稿》对网络运行安全、关键信息基础设施安全、网络信息安全和个人信息安全四个方面的责任做出了修改方案。《意见稿》的修改方案主要体现在处罚金额的提升, 其中提升了网络运营者对网络运行安全以及关键信息基础设施运营者对网络产品或者服务的责任处罚金。我们认为, 处罚金额的提升将强化行业的强合规属性, 提高企业对网络安全的重视度, 刺激下游合规性需求。建议关注关键信息基础设施国产化以及数据安全治理的投资机会。

核电新项目获批, 建议关注核电装备。9月14日, 李克强主持召开国务院常务会议, 决定核准福建漳州二期和广东廉江一期核电项目, 本次新批4台核电机组, 今年年内核电核准已达到10台。截止2021年底, 我国商运核电机组达到51台, 总装机容量为5327.5万千瓦, 仅次于美国、法国, 位于全国第三, 核电发电量同比增长11.17%, 在建核电机组规模保持全球第一。目前每台第三代核电机组的投资约为200亿元, 预计本次核准的

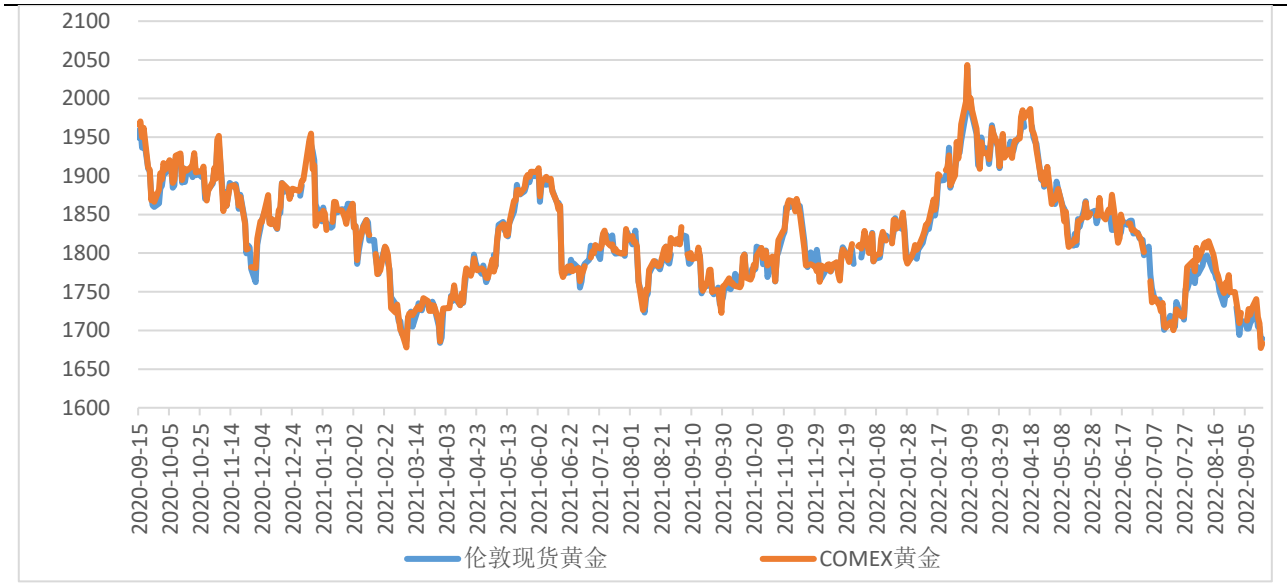
4 台电机机组总投资额高达 800 亿元。我们认为在全球能源安全问题及环保趋势的背景下，核能重要性日益突出，随着我国投入运行的核电机组增多，相关核电装备需求将受益。

8 月动力电池产量同环比持续高增，持续关注锂电池产业链。8 月，我国动力电池产量共计 50.1GWh，同比增长 157.0%，环比增长 6.0%。其中三元电池产量 19.3GWh，占总产量 38.4%，同比增长 130.1%，环比增长 16.1%；磷酸铁锂电池产量 30.8GWh，占总产量 61.4%，同比增长 177.5%，环比增长 0.5%。1-8 月，我国动力电池累计产量 303.8GWh，累计同比增长 172.3%。其中三元电池累计产量 118.7GWh，占总产量 39.1%，累计同比增长 123.2%；磷酸铁锂电池累计产量 184.6GWh，占总产量 60.8%，累计同比增长 217.6%。我国动力电池装车量 27.8GWh，同比增长 121.0%，环比增长 14.7%。其中三元电池装车量 10.5GWh，占总装车量 37.9%，同比增长 97.1%，环比增长 7.0%；磷酸铁锂电池装车量 17.2GWh，占总装车量 62.0%，同比增长 138.6%，环比增长 20.0%。1-8 月，我国动力电池累计装车量 162.1GWh，累计同比增长 112.3%。其中三元电池累计装车量 66.0GWh，占总装车量 40.7%，累计同比增长 61.1%；磷酸铁锂电池累计装车量 95.9GWh，占总装车量 59.2%，累计同比增长 172.2%。我们认为，随着新能源汽车相关刺激政策逐步落地，促进动力电池需求增长，持续看好锂电池产业链。

展望后市，经济虽在复苏但复苏力度较弱，经济基本面并不具备风格由成长切换向价值的条件。然而，经过上半年的调整，A 股中长期底部已经确认，“金九银十”期间受消费利好政策刺激有望迎来反弹，短期内建议关注社会服务，家用电器，食品饮料，银行，医药生物，美容护理等。中期来看，成长风格方兴未艾，军工方面下游需求旺盛，建议关注业绩拐点向上的军机等航空装备产业链，新能源方面短期内受外部因素影响表现或较为震荡，但中长期增长空间仍较大，回调后或可择机布局。

3.2 黄金市场分析：美通胀数据超预期强化美联储鹰派倾向，美元坚挺的同时金价震荡下跌

周四，伦敦现货黄金价格较前一交易日下跌 14.8 美元，或-0.87%，收报于 1689.1 美元/盎司，全周累计跌幅 1.42%；周五，美国 COMEX 黄金期货结算价上涨 6.2 美元，或 0.37%，收报于 1683.5 美元/盎司，但全周仍累计下跌 2.61%。

图 13: 美联储继续偏鹰和美元升值预期下, 本周金价下跌 (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

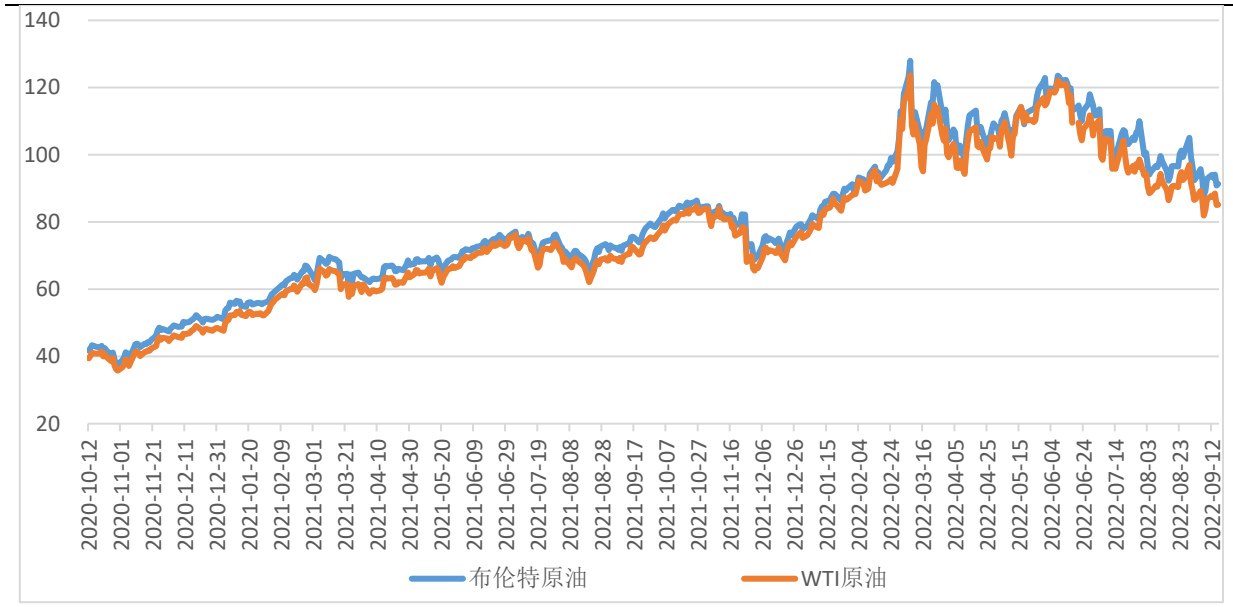
黄金价格本周震荡走弱, 且有加速下跌之势, 主因是本周公布的美国 8 月通胀数据高出市场预期, 市场担忧美联储将继续大幅加息以遏制高通胀, 从而导致美元重新走强。

美国 8 月通胀数据超预期, 强化了美联储鹰派信心。周二公布的价格数据显示, 美国 8 月整体 CPI 年化率为 8.3%, 高于预期值 0.2 个百分点; 核心 CPI 年率也高出预期值 0.2 个百分点至 6.3%, 且大幅高于前值 5.9%。加上周四公布美国上周初请失业金人数下降, 这些都增强了美元看涨理由。通胀超预期的原因是, 尽管美国汽油价格延续跌势, 但消费者正在支出转移到其他商品和服务上。汽油价格稳步下降是由多种因素推动的, 最终走势还要看原油价格走势。在此背景下, 美联储将在 9 月议息会议上大概率加息 75 个基点, 且不排除加息 100 个基点的可能性, 预计终端利率中位数将升高至 4.5%。

金价短期或继续回落, 中长期也处于下跌通道。一方面, 全球疫情反复、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, 具有较强韧性, 主要央行的应付手段只有大幅提高基准利率, 货币政策紧缩仍为主基调, 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 的概率较高, 将进一步支撑美元指数, 从而不利于金价, 金价向下概率较大。

3.3 原油市场分析: 加息周期下, 市场仍担忧经济可能出现衰退, 油价连续下跌

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 0.51 美元, 或 0.56%, 收报于每桶 91.35 美元, 但由于周四的大跌, 全周仍累计下跌 1.6%; 美国 WTI 原油期货合约结算价基本持平于周四的 85.1 美元, 但全周下跌 1.94%。

图 14: 本周两大国际油价震荡下跌 (美元/桶)


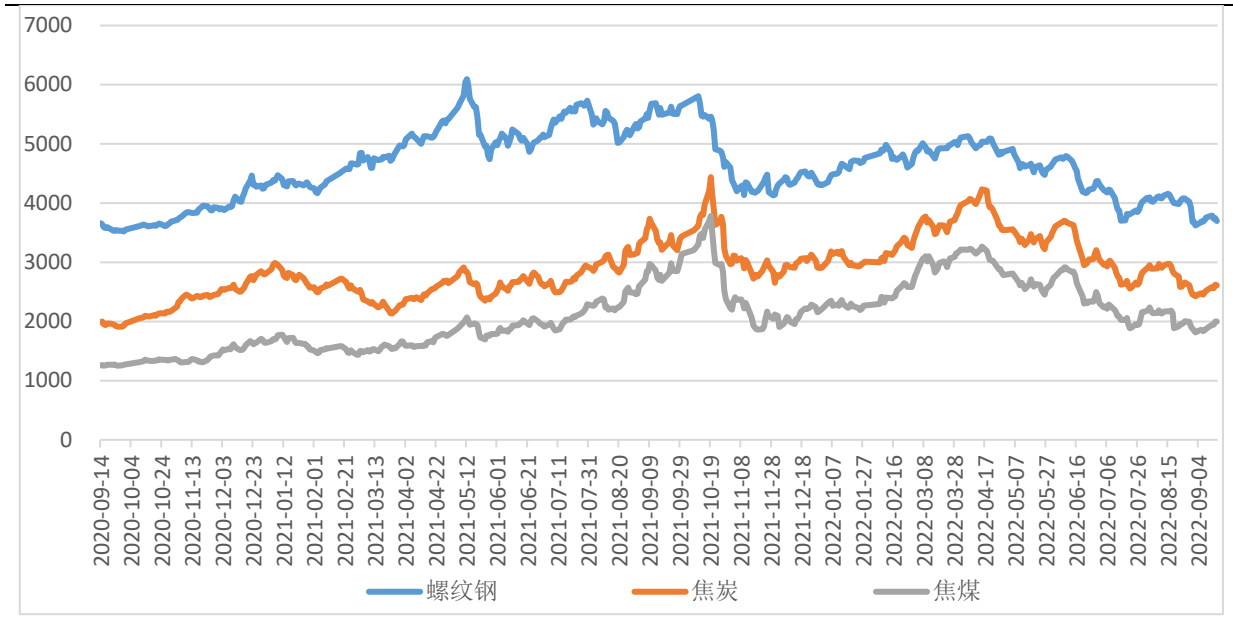
资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

本周两大国际油价震荡下跌, 跌幅近 2%, 且连续三周下跌, 主因是市场仍担忧全球经济陷入衰退, 且美元近期重新走强。对衰退的担忧仍是油价呈现下降趋势的最大原因, 世界银行周四警告称, 全球经济衰退的风险最近有所上升, 并指出如果加息过快, 将推动全球经济陷入放缓。IEA 本周预计, 四季度石油需求增长可能为零, 因为美联储为对抗高通胀甚至不惜削弱美国经济增势。美国能源信息署 9 月 14 日公布的数据显示, 最近一周美国原油库存意外大增, 馏分油库存增幅也远超预期, 表明燃料需求疲软并抑制油价。EIA 还表示, 过去 4 周, 美国炼油厂供应规模为 1970 万桶/日, 比去年同期下降 7%, 且随着经济放缓及能源成本居高不下, 需求将会继续下降。

油价短期或继续向下, 但一些因素也支撑油价反弹。短期看, 市场仍然围绕美联储加息周期预期来交易, 美联储及其他主要央行货币政策继续偏鹰, 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。不过 OPEC 在需求疲软的同时有减产动机, 且 OPEC+ 各产油国对减产执行力度较强, 另外伊美核谈判也基本陷入停滞, 也可能对油价产生一定支撑。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: 中国宏观同比数据超预期, 需求边际改善, 提振了市场情绪, 除螺纹钢外黑色系商品价格反弹

周五, 螺纹钢期货主力合约结算价较上周五每吨下跌 60 元, 收报于 3696 元/吨, 跌幅 1.6%; 焦炭价格每吨上涨 90 元, 收报于 2609 元/吨, 涨幅 3.57%; 焦煤价格每吨大涨 123.5 元, 收报于 1999 元/吨, 涨幅 6.58%。

图 15: 本周螺纹钢价格下跌, 双焦价格上涨 (元/吨)


资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

尽管国际大宗商品价格受到美联储趋鹰及美元坚挺的承压而多数下跌, 但是应看到, 本周公布的国内数据向好, 提振了市场偏好, 黑色系商品期价整体反弹。螺纹钢供给方面, 钢厂复产有所放缓, 钢材产量相对稳定, 铁水产量小幅回升, 但需求环比大幅下降, 终端阶段性补库结束, 库存转为积累, 加上 30 城地产成交仍维持低位, 房企受信用约束, 新开工降幅扩大, 直接影响了螺纹钢价格走势。国内经济仍属于弱复苏, 同时国外整体环境偏鹰, 对大宗商品价格不利, 螺纹钢价格后续仍将承压。

焦炭方面, 受出口边际好转提振, 焦炭价格有所反弹。需求端, 下游钢厂铁水产量继续增加, 并维持按需采购节奏, 且焦炭出口边际好转, 带动港口库存逐步去化。从焦企自身看, 其生产主要跟随下游需求节奏, 而下游疲软导致库存继续累积。预计后续焦炭跟随板块宽幅震荡, 终端市场是否回暖成为关键。

焦煤方面, 监管突然收紧导致产量下降, 大幅推升焦煤价格。二十大前国内煤矿安全检查加严, 导致产量受限, 而需求端, 下游铁水日产量出现回升, 焦炭产量继续回升, 对焦煤短期需求韧性仍在。随着市场对焦煤供应的预期有所收紧, 9 月铁水产量延续较高位置, 焦煤需求支撑价格, 预计期价短期内跟随板块宽幅震荡。

3.5 人民币兑美元汇率分析: 美国 8 月份 CPI 超预期, 美元指数大幅跳升, 国内经济持续弱复苏, 出口下行压力较大, 人民币兑美元汇率持续下行

本周, 人民币兑美元汇率中间价报 6.9305, 较上周下跌 0.30%。即期汇率报 7.0166, 较上周下跌 1.41%, 美元指数报 109.6597, 本周上涨 0.6942。

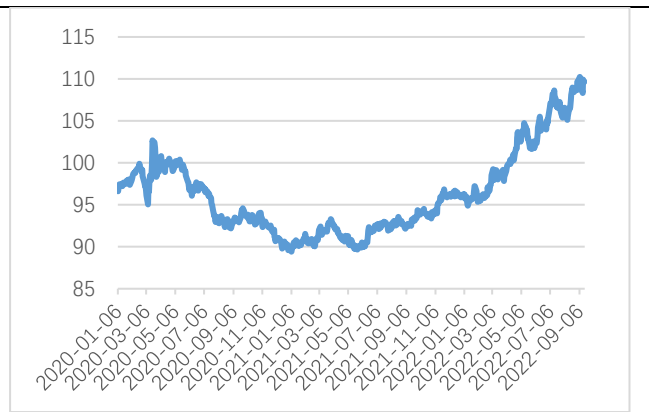
本周美元指数大幅上行。本周二公布的美国 8 月份 CPI 数据再超预期。在国际能源价格呈现走低趋势下, 市场一度预计美国 8 月份通胀将见顶回落, 然而美国 8 月份通胀环比仍由持平转为上涨, 同比增速虽有所放缓, 但降幅不及市场预期。超预期的通胀打消了市场的乐观态度, 市场开始思考美联储 9 月份加息 100bp 的可能性。通胀数据公布后美元指数大幅上行。除通胀数据外, 本周公布的美国 8 月份消费数据以及周度就业数据也强于预

期，也说明美国经济韧性仍存，对美元指数维持高位提供了支撑。随美元指数本周走高，国内经济持续弱复苏，出口下行压力较大，人民币兑美元汇率持续下行。

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，中长期美联储货币政策紧缩速度不确定性也有所增加，需进一步综合关注美国未来通胀、经济以及就业走势。

图 16: 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 17: 美元指数跳升


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