

金融市场分析周报

(2022.09.19-2022.09.23)

报告摘要

- **资金面分析：**缴税叠加跨季临近，央行公开市场净投放，资金价格持续上行；预计下周跨季期间资金价格仍将维持相对高位。本周央行公开市场共有 80 亿元逆回购和 400 亿国库现金定存到期，本周央行公开市场累计进行了 1000 亿元逆回购操作，因此本周全口径净投放 520 亿元。税期资金面一度收紧，随央行投放增加资金面收紧趋缓。下周资金市场仍将面临跨季压力，预计资金价格仍将维持相对高位，随 7d 资金开始跨季，其价格将有所上行，持续关注央行公开市场操作情况。
- **利率债：**联储态度强硬，最近两个月或许仍将带来超预期加息，对汇率和外资流出的担忧继续扰动利率，继续强调对我国利率的压制仅在情绪端，关注经济数据、社融数据变化情况，回调将再次带来交易机会。联储虽如预期加息，但在经济数据扰动下，每次加息均超过之前预期，可谓是“预期中的超预期”，鲍威尔压制通胀的态度极为坚定，未必能再 2023 年开启降息通道，在美债突破 3.8% 回落，美元指数突破 113 的情况下，我国汇率压力极大，对外资流出的担心将继续对国内利率进行扰动，但我们再次强调，中美利差的进一步倒挂仅体现在情绪端，“以我为主”的货币政策以及我国的经济状况最终决定利率中枢。同时，第二批新增 3000 亿政策性金融工具即将完成投放，关注 9 月社融信贷数据，上述投放进度超预期，将对 9 月信贷数据形成强力支撑，或对债市形成阶段性利空。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。
- **可转债：**权益市场成交低迷、指数继续收跌，近七成可转债录得下跌行情，关注银行、基建、地产产业链、新旧能源、高端制造板

主要数据

上证指数	3051.226
沪深 300	3836.6773
深证成指	11006.4132

主要指数走势图



作者

符畅 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

美联储加息预期再抬升，国内地产、消费形势仍不乐观 —2022-09-25
历次危机与美元紧缩下，新兴货币贬值中的强势货币分析 —2022-09-22
加息 75BP 符合预期，以经济降速为代价已在美联储计划之内 —2022-09-22

块。国内局部疫情、地产疲弱态势尚未转向，经济恢复仍较缓慢，海外方面扰动因素不断，9月FOMC会议如期加息75bp、释放鹰派信号，俄乌紧张局势升级，A股市场情绪偏弱、投资者风险偏好较低，短期仍存调整压力，可转债关注银行、基建、地产产业链、新旧能源、高端制造板块。

- **权益市场：沪指缩量阴跌，成长股再度重挫。**本周沪指强势上涨，沪强深弱，北向资金小幅流出61.34亿元，上证综指最终报收3088.37点。8月基建继续拉升，优选基建龙头；8月印度培育钻石毛坯进口同比+54%，关注培育钻石的投资机会；Pico4全球发布，建议关注国产VR硬件、生态产业链；餐饮缓慢复苏，关注产业链的投资机会。展望后市，美联储加息靴子落地，市场短期回调后或将迎来反弹，但目前市场缺乏明显趋势。在地产筑底、信贷较为疲弱、消费动力不足的拖累下大盘股表现较弱，而以科创50、创业板指为代表的成长风格在海外流动性收紧、出口走弱、美国近期对中国半导体和新能源等领域的压制环境下也出现回调。中期来看，预计地产和基建的稳步增长将带动大盘股企稳回升；成长方面，大国博弈背景下成长风格仍将享受新兴产业成长红利，增长空间仍较大，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：美联储鹰派加息打压金价，但全球经济放缓和地缘政治紧张也提供一定支撑。**本周金价震荡回落，其中周五大跌，主因是美联储鹰派加息决议带给金价沉重压力，导致黄金的投资需求不断减少，不过全球经济下滑的担忧情绪以及地缘局势紧张等原因也限制了金价下行幅度。面对通胀高企不下，未来多数央行维持紧缩政策不变，如果通胀超预期粘性，不排除继续大幅加息的可能性。但另一方面，全球疫情仍未结束、加上俄乌冲突可能加剧带来制裁加码，进一步扰动全球经济增长，对黄金的避险需求仍存在。整体看，金价仍有下跌的动力，但下跌空间不大。

- **原油：美联储再度大幅加息和全球经济衰退风险增加导致油价大跌。**本周油价进一步下跌，且跌幅加大，原因是全球多家央行提高基准利率，其中美联储本周宣布第三次加息 75bp。主要央行加速升息之后，全球经济衰退风险盖过了石油供应问题，短期看，原油市场主要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 在需求疲软时有增加减产动机，也可能对油价产生一定支撑。
- **黑色产业链：经济环境整体改善，尤其是下游需求预期提升，继续使得黑色系商品价格反弹。**8 月经济数据同比增速边际加快，地产行业仍底部震荡但有改善预期，加上超跌后有反弹需求，黑色系商品期货价格继续上涨。后续看，螺纹钢短期真实需求好转，需求预期仍存，仍处于高价位的原料支撑较强，螺纹钢价格或震荡偏强运行。焦炭价格跟随螺纹钢走势的概率较大，预计短期内亦呈震荡走势。而焦煤走势更多看依赖供给端，由于市场对焦煤供应预期收紧，焦煤价格仍有反弹需求。
- **人民币兑美元汇率分析：美联储 9 月份 FOMC 会议上加息 75bp，点阵图显示加息高点上移，美元指数大幅走高，人民币兑美元汇率跌破 7.1。**本周美元指数大幅上行。本周日凌晨（北京时间）美联储 9 月份 FOMC 会议决议公布，本次会上美联储加息 75bp，会后的点阵图显示美联储未来加息将更为激进，明显超市场预期，虽然在会议之前美元指数已经有所上行，但会后美元指数持续走高。本周四英国央行宣布加息 50bp，对美元指数造成短时间波动。受美元指数大幅走高影响，本周人民币兑美元即期汇率本周跌破 7.1%。

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 一周要闻	6
二、 固定收益市场分析	6
2.1 资金面分析：缴税叠加跨季临近，央行公开市场净投放，资金价格持续上行；预计下周跨季期间资金价格仍将维持相对高位.....	7
2.2 利率债走势分析：美国如预期加息，态度依然鹰派，强势美元带来巨大汇率压力，但在我国经济形势不明朗的情况下，利率不具备向上趋势，围绕低中枢震荡趋势不改。	9
2.3 存单信用债分析：存单、信用债发行量环比增长，信用债净融资额由负转正，各评级信用债收益率短端上行、中长端下行.....	10
2.4 可转债分析：权益市场成交低迷、指数继续收跌，近七成可转债录得下跌行情，关注银行、基建、地产产业链、新旧能源、高端制造板块	12
三、 主要资产价格分析	13
3.1 权益市场分析：沪指缩量阴跌，成长股再度重挫.....	13
3.2 黄金市场分析：美联储鹰派加息打压金价，但全球经济放缓和地缘政治紧张也提供一定支撑.....	15
3.3 原油市场分析：美联储再度大幅加息和全球经济衰退风险增加导致油价大跌.....	17
3.4 黑色产业链分析：经济环境整体改善，尤其是下游需求预期提升，继续使得黑色系商品价格反弹.....	18



3.5 人民币兑美元汇率分析：美联储 9 月份 FOMC 会议上加息 75bp，
点阵图显示加息高点上移，美元指数大幅走高，人民币兑美元汇率跌破
7.1..... 19

一、 本周重点经济数据分析

1.1 一周要闻

1、 李克强主持召开国务院常务会议， 要求狠抓政策落实推动经济回稳向上

国务院总理李克强主持召开国务院常务会议， 听取国务院第九次大督查情况汇报， 要求狠抓政策落实， 推动经济回稳向上。 会议指出， 近期国务院对部分地区开展大督查， 着力督导检查稳经济保民生， 推动解决一批地方实际困难。 下一步要将问题转地方和部门整改。 各稳住经济大盘督导和服务工作组要与督查整改衔接， 协调解决问题， 重点推进支持基础设施建设、 设备更新改造等扩投资促消费政策落实。 各地要扛起稳经济保民生责任， 经济大省要挑大梁， 共同巩固经济企稳基础、 促进回稳向上。

2、 9月 LPR 报价维持不变： 1 年期报 3.65%， 5 年期以上报 4.30%

9 月 1 年期 LPR 报 3.65%， 5 年期以上品种报 4.30%， 均与上次持平。 多位业内人士认为， 在稳增长背景下， 未来我国货币政策仍有发力空间。 尤其是近期各主要银行下调存款利率， 负债成本降低有助于银行压缩加点， LPR 继续下降的可能性仍然存在。 短期内， 5 年期以上 LPR 报价或再度单独下调。

3、 美联储再次大幅加息 75 个基点

当地时间 9 月 21 日， 美联储再次大幅加息 75 个基点， 将联邦基金利率的目标区间提升至 3.00%-3.25%。 这是美联储今年以来第五次加息， 也是连续第三次加息 75 个基点， 创自 1981 年以来的最大密集加息幅度。 美联储此次加息已经将联邦基金利率提高至 2008 年初以来的最高水平。 FOMC 声明称， 通胀仍偏高， 上调储备余额利率(IOR)至 3.15%， 提高贴现利率至 3.25%。 重申继续加息是适宜的， 将按计划推进缩表。 美联储 FOMC 9 月点阵图显示， 美联储预计在 2022 年至少还会加息 75 个基点， 直到 2024 年才会降息。

4、 中国四大 AMC 评级集体遭标普下调

标普报告称， 将中国东方资产管理股份有限公司及其子公司中国东方资产管理（国际） 控股有限公司的长期发行人信用评级由“BBB+” 下调至“BBB”， 展望“稳定”， 并确认两家公司的短期发行人信用评级为“A-2”； 将中国华融资产管理股份有限公司和中国华融国际控股有限公司的长期发行人信用评级由“BBB” 下调至“BBB-”， 展望“稳定”， 并将两家公司的短期发行人信用评级由“A-2” 下调至“A-3”； 将中国信达资产管理股份有限公司及其核心子公司中国信达（香港） 控股有限公司的长期发行人评级由“A-” 下调至“BBB+”， 展望“稳定”， 并确认两家公司的短期发行人评级为“A-2”； 将中国长城资产管理股份有限公司的长期发行人信用评级由“A-” 下调至“BBB”， 展望“稳定”， 并确认其短期发行人信用评级为“A-2”。

二、 固定收益市场分析

2.1 资金面分析：缴税叠加跨季临近，央行公开市场净投放，资金价格持续上行；预计下周跨季期间资金价格仍将维持相对高位

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场全口径净投放 520 亿元

本周央行公开市场共有 80 亿元逆回购和 400 亿国库现金定存到期，本周央行公开市场累计进行了 1000 亿元逆回购操作，因此本周全口径净投放 520 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	0	-20	-20	-20	-20
7 天	20	20	20	20	20
14 天	100	240	190	160	210
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	120	240	-210	160	210

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：税期资金面一度收紧，随央行投放增加资金面收紧趋缓。本周缴税走款，叠加本周一一起 14d 资金开始跨税期，本周开始资金面便开始走高。本周二、三央行逐步开始增量 14d 逆回购投放，资金面有所缓和，周四起 7d 资金价格小幅回落，但隔夜及 14d 资金价格仍位于高位。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.5318%，R007 加权平均降至 1.6611%；交易所回购利率 GC001 加权平均升至 1.8350%，GC007 加权平均升至 2.4860%。

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	1.4920	1.5267	1.5361	1.5331	1.5318
	R007	1.7182	1.7812	1.7476	1.7001	1.6611
	R014	1.7110	1.7442	1.8266	1.8506	1.8868
	R021	1.9954	2.1019	2.1139	2.1267	2.1489
	R1M	1.9791	2.0944	2.0809	2.0913	2.1039
上交所协议回购	206001	2.9790	3.0810	3.1230	3.2840	
	206007	2.9310	3.3590	3.4970	3.9010	4.0590
	206014	5.7700	4.0620	4.6220	6.3960	
	206021	4.8110	4.3430	4.1750	4.0380	4.2630
	206030	4.9720	4.5460	4.1950	4.4220	5.1280
利率互换定盘: 1Y	FR007	1.9686	1.9562	1.9533	1.9617	1.9687

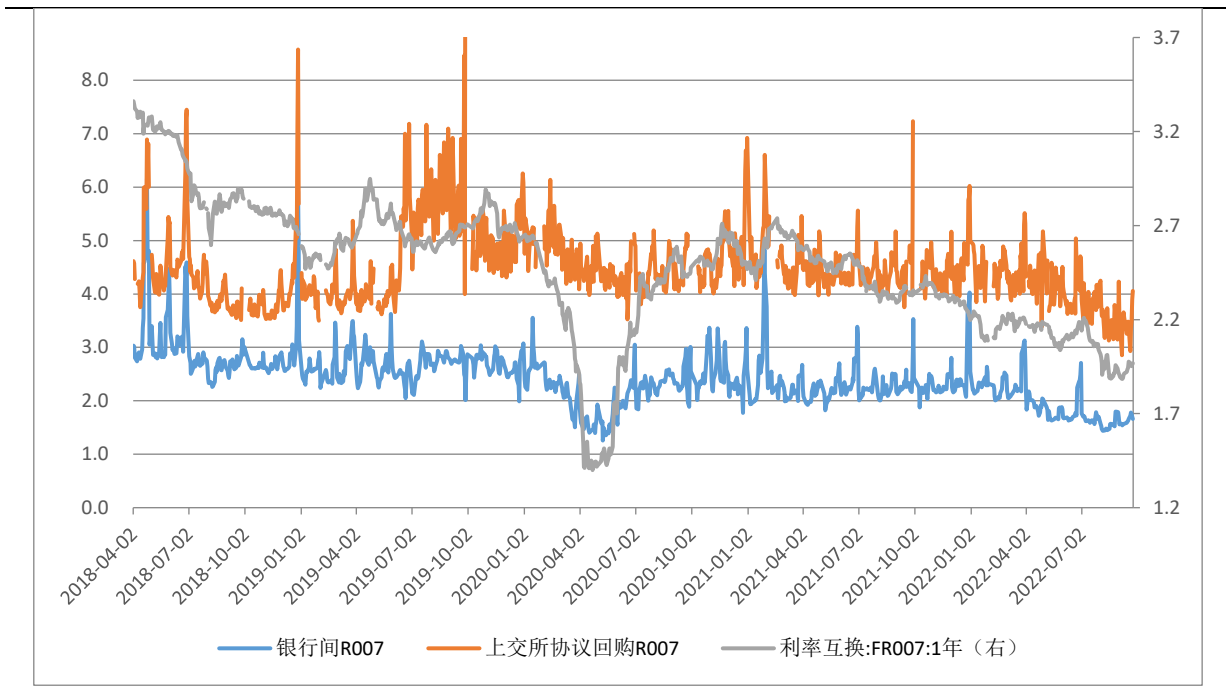
资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

2) 资金面的展望: 跨季临近, 预计资金价格仍将维持高位

央行货币政策司刊发《创新和完善货币政策调控 促进经济运行在合理区间》一文指出, 我国经济长期向好, 保持较强韧性, 我国货币政策政策空间充足, 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。经济弱复苏的大背景下, 央行宽货币的政策大方向没有边, 预计未来资金层次过度收紧的可能性有限。但央行连续两个月 MLF 缩量续作, 虽然本周央行临时增加短期投放, 但资金面由二季度以来的超宽松向正常转变的趋势将持续。

下周随缴税结束, 冲击资金面的因素将有所减少。政府债保持一定净融资量, 资金市场仍将面临跨季压力, 预计资金价格仍将维持相对高位, 随 7d 资金开始跨季, 其价格将有所上行, 持续关注央行公开市场操作情况。

图 1：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

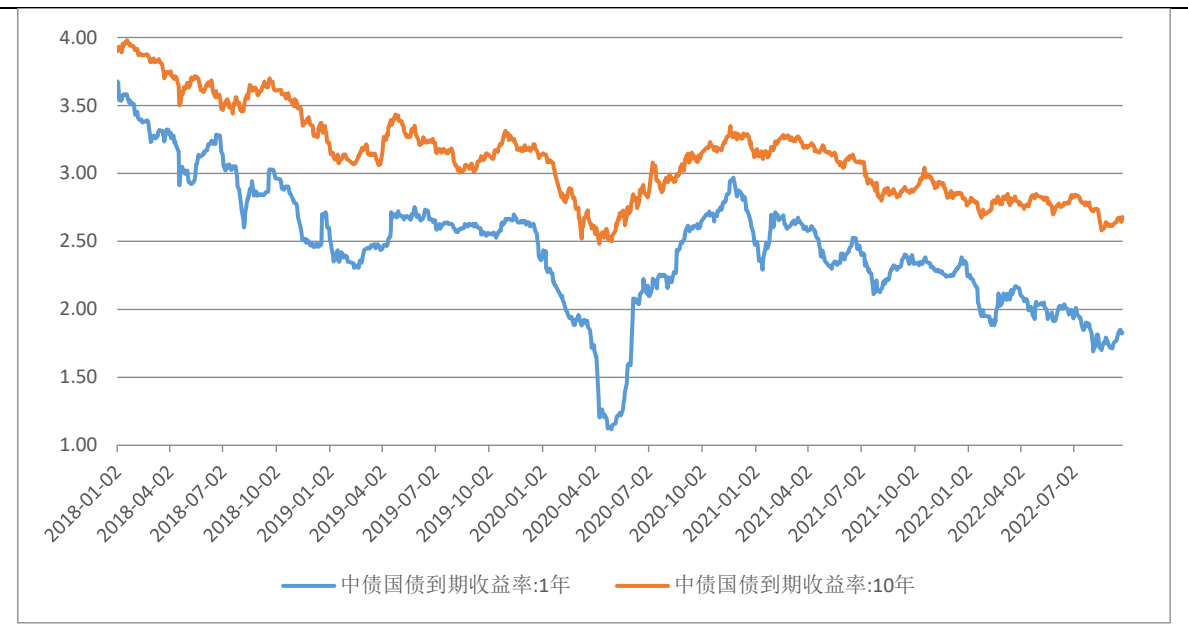
2.2 利率债走势分析：美国如预期加息，态度依然鹰派，强势美元带来巨大汇率压力，但在我国经济形势不明朗的情况下，利率不具备向上趋势，围绕低中枢震荡趋势不改。

1) 利率债走势复盘：

本周，7天逆回购到期 80 亿和投放 100 亿，7 天期净投放 20 亿，周一开始每日均进行 14 天期逆回购，共投放 100 亿+240 亿+190 亿+160 亿+210 亿=900 亿，利率债下探后回升，并未达到近期低点。周一央行开展 20 亿元 7 天期、100 亿元 14 天期逆回购操作，利率分别为 2.0%、2.15%，今日无逆回购到期，净投放 120 亿元。央行 1 月份以来再次进行 14 天期逆回购，但市场并未作出明显反应，仅尾盘利率转降，长短表现好于短端；周二，央行开展 20 亿元 7 天期、240 亿元 14 天期逆回购操作，当日 20 亿元逆回购到期，净投放 240 亿。长短期 LPR 均未调整，整体利好债市，利率债全线下行；周三，央行开展 20 亿元 7 天期、190 亿元 14 天期逆回购操作，当日 20 亿元逆回购到期，净投放 190 亿。较晚时央行发文称发挥货币政策总量和结构双重功能，除 1Y 国债走平外，其余期限再次全线下行；周四，央行开展 20 亿元 7 天期、160 亿元 14 天期逆回购操作，当日 20 亿元逆回购到期，净投放 160 亿。由于连续投放跨季资金，资金面整体宽松，短端表现较好，同时受美联储鹰派态度影响，长端有所上行；周五，央行开展 20 亿元 7 天期、210 亿元 14 天期逆回购操作，当日 20 亿元逆回购到期，净投放 210 亿。在全周消息面匮乏情况下，短端受资金面影响下行，其余期限均上行 1-2bp。本周下行后回调上行。

本周活跃券换券，10 年国债活跃券 220017 由 2.6700%累计上行 0.25bp 至 2.6725%，10 年国开活跃券 220215 由 2.8275%累计下行 0.5bp 至 2.8225%。

图 2：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：联储态度强硬，最近两个月或许仍将带来超预期加息，对汇率和外资流出的担忧继续扰动利率，继续强调对我国利率的压制仅在情绪端，关注经济数据、社融数据变化情况，回调将再次带来交易机会

周四联储如预期加息 75BPs，但态度较为强硬。虽如预期加息，但在经济数据扰动下，每次加息均超过之前预期，可谓是“预期中的超预期”，此次虽加息 75BPs，鲍威尔表示年内或再加息 100-125Bps，预计基准利率到年底将升至 4.4%，2023 年达到 4.6%，压制通胀的态度极为坚定，未必能再 2023 年开启降息通道，发布后，全市场对此进行定价，美股大跌，美债再次上涨。在美债突破 3.8% 回落，美元指数突破 113 的情况下，我国汇率压力极大，对外资流出的担心将继续对国内利率进行扰动，但我们再次强调，中美利差的进一步倒挂仅体现在情绪端，“以我为主”的货币政策以及我国的经济状况最终决定利率中枢。

第二批新增 3000 亿政策性金融工具即将完成投放，关注 9 月社融信贷数据。8 月底，首批全国 3000 亿元政策性、开发性金融工具额度已全部完成投放，第二批新增 3000 亿元以上政策性、开发性金融工具额度陆续实现投放，本周国开行及农发行发布讯息，其负责的 1500 亿及 1000 亿已完成投放，目前口行的 500 亿额度进度仍需等待。投放进度超预期，将对 9 月信贷数据形成强力支撑，或对债市形成阶段性利空。

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

1) 一级市场发行：存单、信用债发行量环比增长，信用债净融资额由负转正

同业存单方面，本周同业存单发行量约 5,454.10 亿元，环比增长 14.40%，偿还量约 2,367.50 亿元，环比下降 27.68%，净融资额 3,086.60 亿元，环比增长 106.66%。

1M 期存单平均发行利率较上周上行 14.08bp 报 1.6126%，3M 期存单平均发行利率较上周上行 13.76bp 报 1.7799%，6M 期存单平均发行利率较上周上行 7.66bp 报 1.9177%，9M 存单平均发行利率较上周上行 1.50bp

报 2.0016%。

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 3,100.69 亿元，环比增长 90.00%，偿还量约 2,360.88 亿元，环比增长 2.77%，净融资额由负转正，为 739.81 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：各评级信用债收益率短端上行、中长端下行，信用利差多数走阔

信用债二级市场方面，各评级信用债收益率短端上行、中长端下行，1 年期各评级信用债收益率上行 0.61bp~1.60bp，3 年期各评级信用债收益率下行 1.17~1.18bp，5 年期各评级信用债收益率下行 2.24~4.24bp。

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	2.090	2.70%	1.60
信用债(AAA):3 年	2.576	1.30%	-1.17
信用债(AAA):5 年	2.910	0.30%	-4.24
信用债(AA+):1 年	2.208	2.40%	0.61
信用债(AA+):3 年	2.754	1.20%	-1.18
信用债(AA+):5 年	3.154	0.40%	-2.24
信用债(AA):1 年	2.288	0.50%	0.61
信用债(AA):3 年	2.924	0.40%	-1.18
信用债(AA):5 年	3.624	1.70%	-4.24

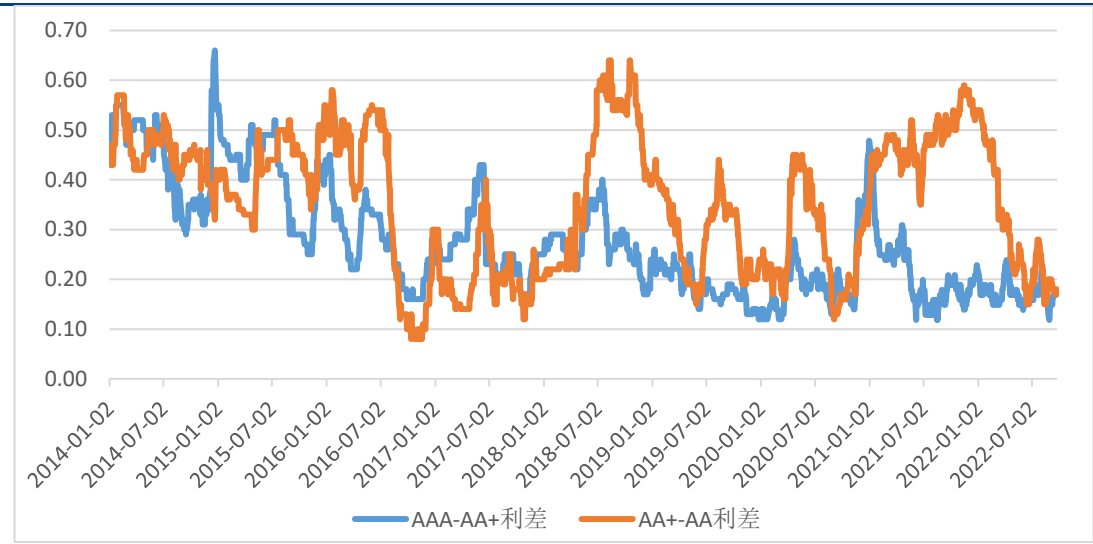
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

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，短端国开债收益率下行、信用债收益率上行，1 年期各评级信用利差走阔 3.11bp~4.10bp，中端信用债收益率下行幅度不及国开债，3 年期各评级信用利差被动走阔 2.65~2.66bp，长端信用债收益率下行幅度大于国开债，5 年期各评级信用利差收窄 2.05~4.05bp。

期限利差方面，各评级信用债收益率短端上行、长端下行幅度大于中端，AAA 级 3Y-1Y、5Y-3Y 利差分别收窄 2.77bp、3.07bp，AA+级 3Y-1Y、5Y-3Y 利差分别收窄 1.79bp、1.06bp，AA 级 3Y-1Y、5Y-3Y 利差分别收窄 1.79bp、3.06bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差与上周持平，仍为 18bp，AA 与 AA+之间的利差与上周持平，仍为 17bp。

图 3：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

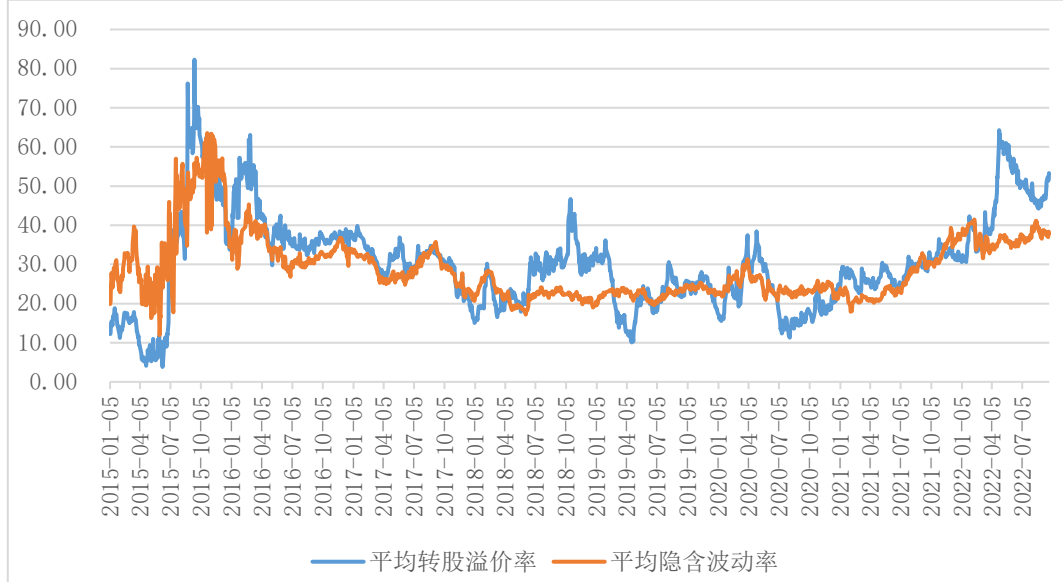
2.4 可转债分析：权益市场成交低迷、指数继续收跌，近七成可转债录得下跌行情，关注银行、基建、地产产业链、新旧能源、高端制造板块

1) 可转债走势复盘：权益市场成交低迷、指数继续收跌，近七成可转债录得下跌行情

本周权益市场成交低迷、指数继续收跌，上证指数本周收于3088.37下跌1.22%，深证成指本周下跌2.27%，创业板指本周下跌2.68%，中小100本周下跌2.22%。转债亦延续下跌但幅度相对较小，上证转债下跌0.26%至354.86，深证转债下跌0.58%至302.59，中证转债下跌0.37%至408.64，其中近七成可转债录得下跌行情，海波转债、巨星转债、蓝盾转债、天康转债、牧原转债等领跌，华钰转债、中矿转债、斯莱转债、起帆转债、胜蓝转债等领涨。一级方面，本周崧盛转债、新致转债、宙邦转债、爱迪转债、天赐转债、芳源转债、博实转债、兴发转债8只转债发行，嵘泰转债、科蓝转债、天箭转债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2.20pct、隐含波动率下行0.08pct，分别处于2015年以来94%、89%历史分位数水平。

图4：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、地产产业链、新旧能源、高端制造板块

本周公布 9 月 LPR 维持不变，国内局部疫情、地产疲弱态势尚未转向，经济恢复仍较缓慢，海外方面扰动因素不断，9 月 FOMC 会议如期加息 75bp，点阵图显示美联储预计在 2022 年至少还会加息 75 个基点，直到 2024 年才会降息，鹰派信号下经济陷入衰退的担忧加剧，美债收益率飙升，美元指数涨至 113.03、续创二十年新高；俄乌紧张局势升级，俄罗斯总统普京宣布进行部分动员，顿巴斯等地区拟于本周开始入俄公投，A 股市场情绪偏弱、投资者风险偏好较低，短期仍存调整压力，转债配置中可考虑以下方向：1) 低估值且受益于稳增长、“保交楼”政策持续发力、边际改善可行的银行、基建、地产产业链；2) 地缘政治冲突下能源危机持续演绎，新旧能源板块或有交易机会；3) 自主可控、国产替代逻辑下芯片、半导体等高端制造板块具备配置价值。

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：沪指缩量阴跌，成长股再度重挫

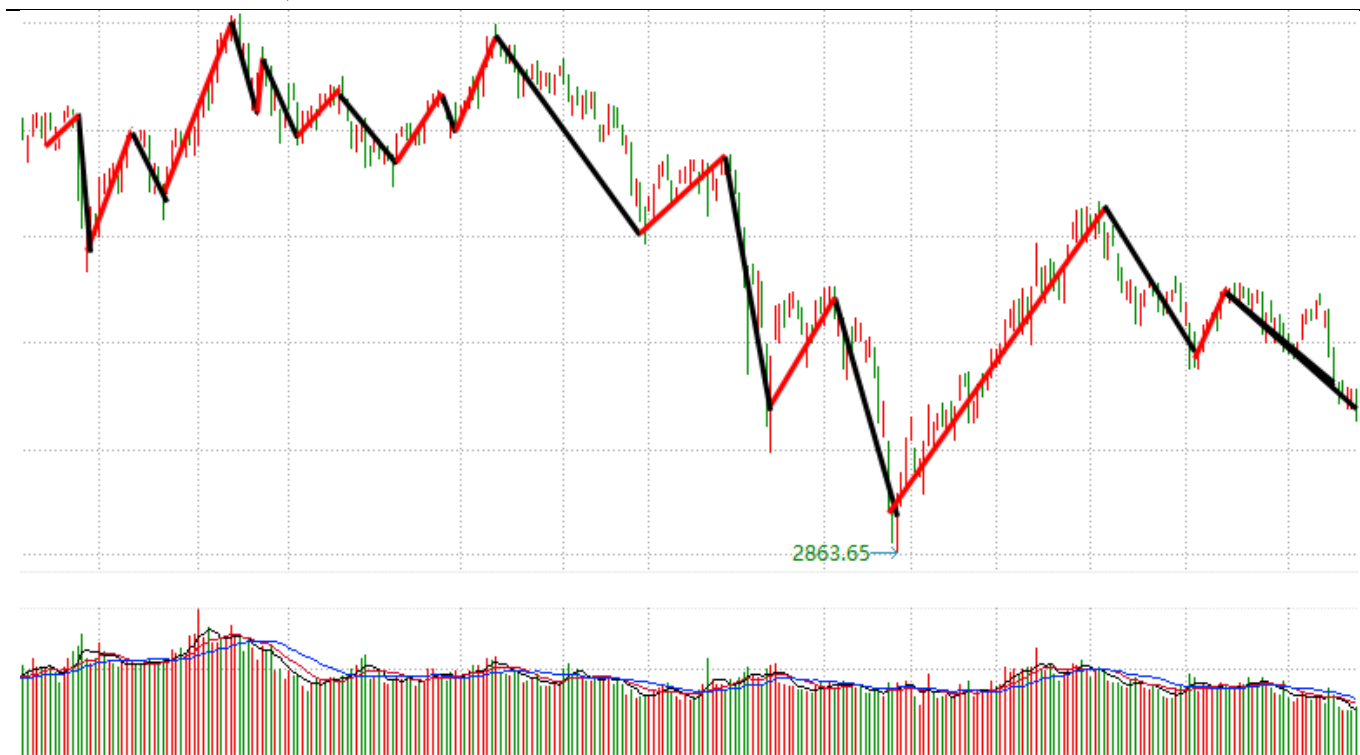
1) 权益市场走势复盘：市场普跌重挫，资源股企稳反弹

上证综指最终报收 3088.37 点，本周下跌 1.22%。同期深证成指下跌 2.27%，创业板下跌 2.68%。量能方面，沪指环比缩量，市场情绪低迷。盘面方面，除个别妖股外，市场交易情绪低迷。

北上资金小幅流出，本周合计流出 61.34 亿元。本周价值略弱于成长，其中上证 50 下跌 1.80%，沪深 300 下跌 1.95%，中证 500 下跌 1.09%，创业板 50 下跌 2.16%，国证 2000 下跌 1.62%。茅指数下跌 4.36%，宁组合下跌 5.32%。

本周五个交易日，30 个中信一级行业 4 个上涨，其中煤炭、石油石化、有色金属分别上涨 3.22%、2.10%、1.40%。医药、电子、建材分别领跌 5.43%、5.15%、4.87%。总体来看，本周依旧为普跌态势，成长股表现弱势。

图 5: 沪指缩量阴跌, 市场情绪降至冰点



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 4.00%, 报 29590.4100 点, 纳指本周下跌 5.07%, 报 10867.9300 点, 标普 500 指数本周下跌 4.65%, 报 3693.2300 点。

图 6: 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: 沪指缩量阴跌, 成长股再度重挫

8月基建继续拉升，优选基建龙头。近期统计局发布1-8月固定资产投资数据，狭义、广义基建投资累计分别同增14.2%、15.4%，环比分别增加5.1%、3.9%。我们主要认为系新增专项债对基建的拉动作用，同时基建设施投资的到位资金增加。展望Q3、Q4，财政、政策政策加速推进，项目开工有望加快，基建投资仍有提速空间。考虑到本轮基建行情进入基本面兑现阶段，部分业绩有望释放业绩，建议关注基建龙头及细分赛道的成长标的。

8月印度培育钻石毛坯进口同比+54%，关注培育钻石的投资机会。8月，印度培育钻石进口额为1.13亿美元，同比增长54%，培育钻石裸钻出口额为1.44亿美元，同比增长13.89%；印度培育钻石进口端渗透率为7.45%，同比+1.72%；出口端渗透率为7.1%，同比+1.3%。我们认为培育钻石马太效应处于加强周期，可以展望到海外库存和国内库存双周期共振的可能，建议关注培育钻石产业链的投资机会。

Pico4全球发布，建议关注国产VR硬件、生态产业链。9月22日，Pico4全球发布并将于9月23日开启预售。128/256GPico4价格分别为429/499欧元，略低于Quest2欧元区价格，采用pancake方案与全景摄像头，并配备红外摄像头并实现眼动追踪和面部表情追踪功能。内容生态方面，Pico4加大在健身、游戏、视频和社交领域布局，操作系统将升级至PICOOS5.0，在交互界面、交互效率和连接方面均有升级。此外Pico还宣布了初始投资为1,200万美元的开发者激励计划。我们认为国产VR有望迎接新时代，建议关注国产VR硬件与生态产业链。

餐饮缓慢复苏，关注产业链的投资机会。8月，中国社会消费品零售总额36258亿元，同比增长5.4%，比上月增速高2.7%。其中餐饮收入3748亿元，同比增长8.4%，为3月以来的首次转正，侧面验证消费数据进一步回暖。细分行业来看，调味品产业链受益于餐饮端复苏，与餐饮复苏趋势一致，今年7、8月份调味品行业有较好的恢复，如果餐饮能够保持复苏趋势，调味品行业渠道库存有望进一步下降，渠道信心会逐渐恢复，单一调味品企业增速会快于复合调味品企业。同时，速冻行业在疫情管控结束后恢复得更快，主要是因为速冻行业的主要客户是小B端，而小B餐饮是外卖的主要提供方，因此在疫情之后恢复得比大B端快。如果餐饮复苏趋势延续，速冻产品结构有望进一步提升。建议关注餐饮复苏的环境下的产业链投资机会。

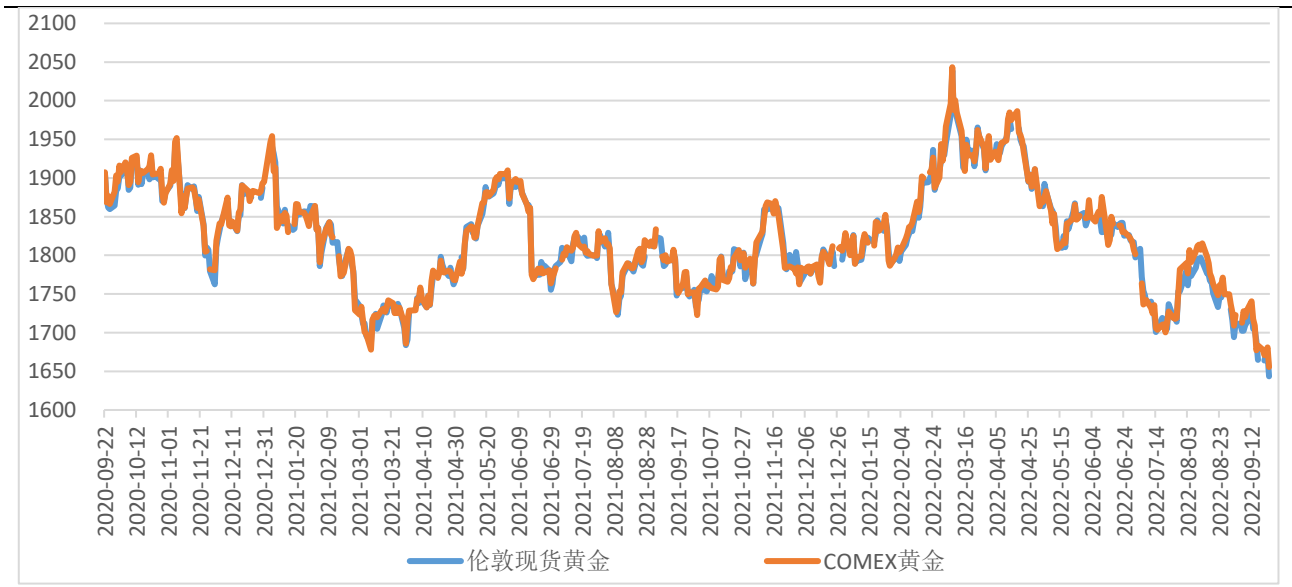
展望后市，美联储加息靴子落地，市场短期回调后或将迎来反弹，但目前市场缺乏明显趋势。在地产筑底、信贷较为疲弱、消费动力不足的拖累下大盘股表现较弱，而以科创50、创业板指为代表的成长风格在海外流动性收紧、出口走弱、美国近期对中国半导体和新能源等领域的压制环境下也出现回调。中期来看，预计地产和基建的稳步增长将带动大盘股企稳回升；成长方面，大国博弈背景下成长风格仍将享受新兴产业成长红利，增长空间仍较大，军工方面下游需求旺盛，建议关注业绩拐点向上的军机等航空装备产业链。新能源方面，短期内受外部因素影响表现或较为震荡，但中长期增长空间仍较大，回调后或可择机布局。

3.2 黄金市场分析：美联储鹰派加息打压金价，但全球经济放缓和地缘政治紧张也提供一定支撑

周五，伦敦现货黄金价格较前一交易日大跌28.3美元，或-1.69%，收报于1643.55美元/盎司，全周累计跌幅1.27%；美国COMEX黄金期货结算价大跌25.5美元，或-1.52%，收报于1655.6美元/盎司，全周累计跌幅

1.66%。

图 7：本周金价下跌超 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

本周金价震荡回落，美联储鹰派决议给金价沉重的压力，这导致黄金的投资需求不断减少，不过全球经济下滑的担忧情绪以及地缘局势紧张等原因也限制了金价下行。

美联储鹰派决议，带给金价下行压力。面对 8 月 CPI 回落不及预期，美联储 9 月 FOMC 会议如期加息 75 个基点至 3%-3.25%，但利率点阵图显示，今年年底政策利率将升至 4.40%，2023 年达到 4.60% 的峰值，高于此前市场预期 4.50%，这意味着年内最后两次会议的加息幅度有可能达到 125 个基点，打消了市场对联储快速转向宽松的念头。在随后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔也试图缓和市场紧张气氛，表示通胀预期似乎得到了很好的控制，并有意改变政策立场。鲍威尔称加息的速度取决于未来的数据，在某些时候，会放慢加息速度。尽管美联储官员表示将争取经济“软着陆”但越来越多的经济学家认为美联储大幅加息最终将导致今年年底或明年年初就业减少、失业增加和全面衰退。

全球经济放缓的压力也给金价提供一定支持。一些经济学家开始对美联储迅速加息措施表示担忧，为了抑制通货膨胀而导致不必要的经济损失。亚特兰大联邦储备银行的 GDPNow 预测，美国经济第三季度的年增长率预计为 0.3%，低于之前预测的 0.5%。高盛也下调了 2023 年美国 GDP 预期，最新预计值是增长 1.1%，低于此前的 1.5% 的预期，原因是高盛美联储将在今年剩余时间内采取更积极的紧缩货币政策，并认为这将推动失业率高于此前的预期。中国 2022 年经济增长预测也被调低，原因是经济继续与三个强大的阻力抗争：零疫情政策、房地产危机、全球需求减弱。

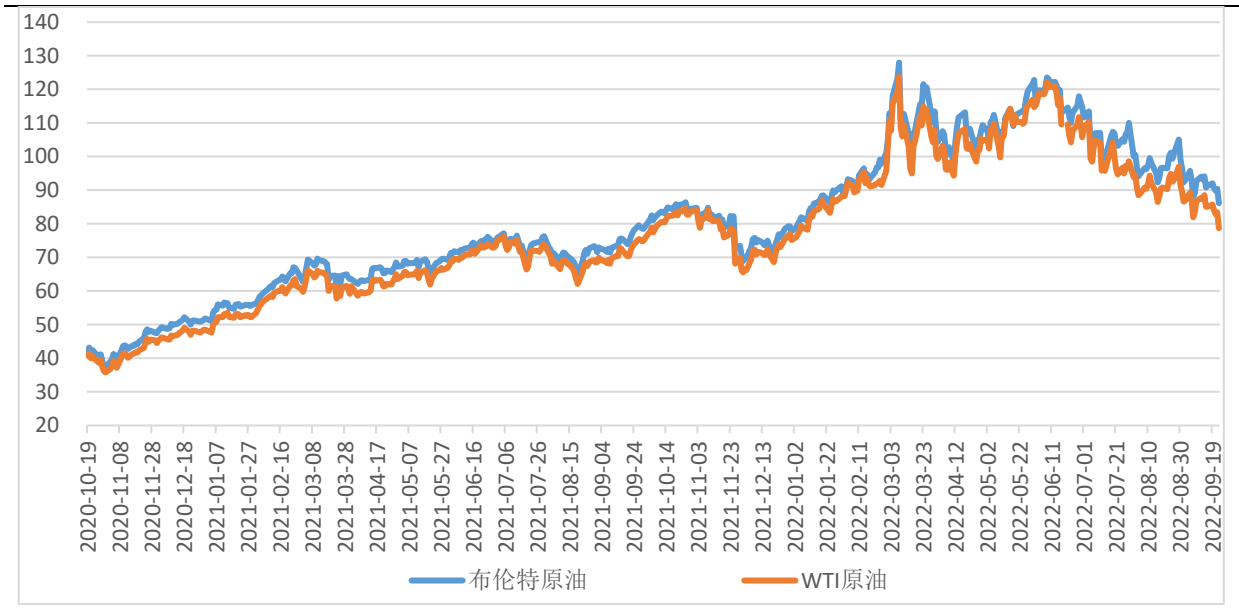
金价短期超跌后将反弹，中长期则趋向下跌。一方面，许多国家的通胀高居不下，具有较强韧性，央行的主要应付手段就是大幅提高基准利率，未来货币政策紧缩仍是主基调，其中又以美联储和英国央行为主要代表，美联储在 9 月议息会议加息 75bp 后，11 月和 12 月会议继续加息至少 100bp 的概率较高，将进一步支撑美元指数，从而不利于金价，金价向下概率较大。但另一方面，全球疫情反复、供应链扰动和俄乌冲突下，全球经济衰退担忧有增无减，对避险美元的需求可能增强。因此如果金价下跌过多或者美元指数升值一定区间，金价也

有反弹需求。

3.3 原油市场分析：美联储再度大幅加息和全球经济衰退风险增加导致油价大跌

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大跌 4.31 美元，或-4.76%，收报于每桶 86.15 美元，全周累计跌幅 5.69%；美国 WTI 原油期货合约结算价大跌 4.75 美元，或-5.69%，收报于每桶 78.74，全周累计跌幅 7.48%。

图 8：本周两大国际油价大跌（美元/桶）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

本周油价进一步下跌，主因是全球多家央行提高基准利率，其中美联储本周宣布加息 75bp，为今年以来连续第三次加息 75bp。在主要央行加速升息之后，全球经济衰退风险盖过了石油供应问题。美联储加息通过两种路径影响国际：一是加息通常会转化为美元走强，美元继续接近 2002 年以来最高水平，而国际原油以美元计价，对持有外币的买家来说，石油价格会更加昂贵，进而抑制了需求，从而压低原油价格；二是随着美国基准利率不断提高，投资成本将提高，将压低美国经济增长速度，同时利息的提高将吸引其他国家尤其是新兴国家的外资回流到美国，不利于其他国家的发展，从而引发全球经济衰退的可能性，也抑制了原油需求。

不过，也存在一些有利因素，包括：EIA 本周数据显示，上周美国原油库存增长了 114.2 万桶，增幅不及预期的 216.1 万桶；本周俄罗斯总统普京宣布部分动员令，征召军人加入俄乌战争，俄乌冲突存在扩大的可能性；伊朗核协议重启进程谈判明显陷入僵局引发供应担忧；美国战略储备急剧下降和库存减少可能仍会在某个时候支撑油价，因为现货市场仍然不可避免地存在供应不足问题。这些因素限制了油价下行势头。

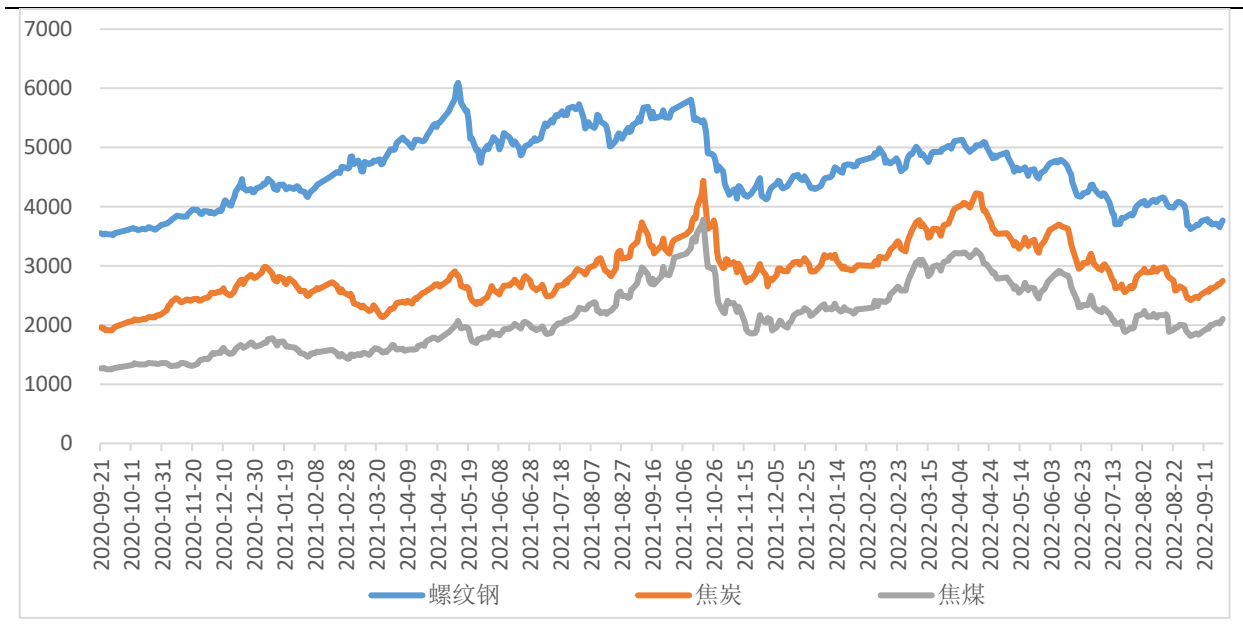
油价短期或继续向下，但一些因素也支撑油价反弹。短期看，原油市场主要围绕美联储加息周期预期来交易，美联储及其他主要央行货币政策继续偏鹰，对欧美经济衰退及中国经济放缓的担忧情绪将使得油价易跌难涨。不过 OPEC 在需求疲软的同时有减产动机，且 OPEC+ 各产油国对减产执行力度较强，另外伊美核谈判也基本陷入停滞，也可能对油价产生一定支撑。而中长期，未来全球经济增速大概率放缓将影响原油总体需求，加上越来

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：经济环境整体改善，尤其是下游需求预期提升，继续使得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上涨 54 元，收报于 3768 元/吨，涨幅 1.45%；焦炭价格每吨上涨 95 元，收报于 2749 元/吨，涨幅 3.58%；焦煤价格每吨上涨 63.5 元，收报于 2101.5 元/吨，涨幅 3.12%。

图 9：本周黑色系商品期货价格继续反弹（元/吨）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

8 月经济数据同比增速边际加快，地产行业仍底部震荡但有改善预期，加上超跌后有反弹需求，黑色系商品期货价格继续上涨。螺纹钢供给方面，钢厂复产有所放缓，钢材产量相对稳定，铁水产量回升至高位；需求方面，需求环比大幅回升，库存转为去库，国庆前仍有补库需求。房地产仍是近期关注的重点，目前 30 城地产成交仍维持低位，随着政策性银行专项借款出台和“保交楼”政策推进，竣工面积等部分房地产部分指标有止跌反弹迹象。后续看，短期真实需求好转，需求预期仍存，仍处于高价位的原料支撑较强，螺纹钢价格或震荡偏强运行。

焦炭方面，贴水产量保持高位提升对焦炭的需求，韧性仍在。铁水产量继续增加，加上节前部分钢厂有补库需求，焦企出货量好转。另外，焦炭出口亦有所改善，带动港口库存逐步去化。不过在房地产市场整体低迷下，螺纹钢等钢材是否存在旺季需求仍待检验，预计焦炭短期内呈震荡走势。

焦煤方面，二十大前煤矿安全监察趋严导致供给紧张，继续支撑焦煤价格。国内煤矿安全检查加重，部分煤矿生产收紧，而进口的蒙煤通关量仍高位震荡，口岸库存去化较快。总体来看，短期内，至少二十大召开前，市场对焦煤供应的预期有所收紧，加上铁水产量维持较高位置，需求对价格的支撑作用较强。

3.5 人民币兑美元汇率分析：美联储 9 月份 FOMC 会议上加息 75bp，点阵图显示加息高点上移，美元指数大幅走高，人民币兑美元汇率跌破 7.1

本周，人民币兑美元汇率中间价报 6.9920，较上周下跌 0.89%。即期汇率报 7.1104，较上周下跌 1.34%，美元指数报 113.0324，本周上涨 3.3727。

本周美元指数大幅上行。本周四凌晨（北京时间）美联储 9 月份 FOMC 会议决议公布，本次会上美联储加息 75bp，符合市场预期，但会后的点阵图显示美联储未来加息将更为激进：今年年内可能持续加息 75bp，明年仍有继续加息的可能。美联储进一步鹰派的加息路径明显超市场预期，虽然在会议之前美元指数已经有所上行，但会后美元指数持续走高。本周四英国央行宣布加息 50bp，对美元指数造成短时间波动。受美元指数大幅走高影响，本周人民币兑美元即期汇率本周跌破 7.1%。

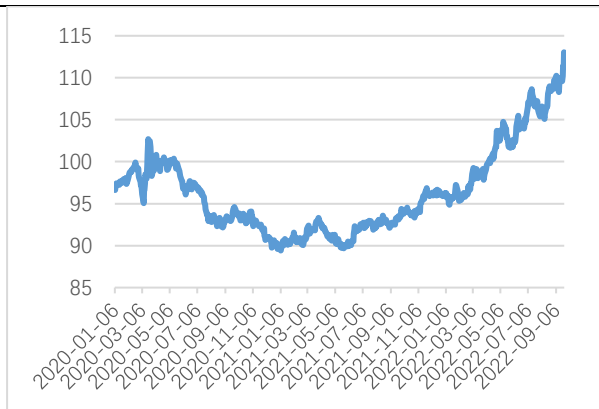
美国近期通胀数据仍处于高位，整体来看，导致美国通胀的因素仍较为复杂，若需要美国通胀实质下行，美联储对于通胀预期的指引仍必不可少，短期内美联储仍将持续坚持紧缩的货币政策。9 月份 FOMC 决议上美联储将美国经济的表述改为“近期支出和生产指标略有增长”，可能说明了美联储短期仍将以控制通胀为核心模板，经济及就业数据的波动不足以动摇美联储的紧缩路径。长期来看，二季度以来美国经济虽有韧性，但已表现出较为明显的走弱趋势，预计未来随美国经济持续弱势，美联储存在比预计路径更早结束紧缩的可能。

图 10：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 11：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