

在大幅震荡中把握成长韧性

报告摘要

核心观点：

- ◆ **A 股短期内或小幅震荡，流动性宽松利好成长：7 月经济数据偏弱，A 股整体短期内或小幅震荡。**近期公布的 7 月经济数据显示我国经济增长有所波动。归因看，经济数据的走弱本质仍是市场信心有待进一步提振。但 7 月整体就业情况已有所好转，我国经济已逐步修复。近期政策仍在托底经济，我们认为在政策的扶持下，经济修复力度有望提升。当前，宽货币尚未传导至宽信用，央行选择降“价”求“量”。多项经济数据走弱促使央行本周下调了一些关键利率，其中 OMO 利率及 MLF 利率均下调 10bp。流动性宽松利好股市。其中业绩稳定高增的行业更受益于流动性充裕、利率较低的宏观环境，成长风格短期内或将继续受益。随我国 PPI 与 CPI 剪刀差继续收窄，上游成本下降，中下游利润空间加大，盈利能力提升，因此，可在偏中下游行业中挖掘成长风格的结构性机会。
- ◆ **科技创新相关制造业韧性较强：7 月工业增加值增速回落，高技术制造业韧性相对较强。**我们在 7 月 3 日的报告《下半年科创板仍有望领涨市场》中将当前 A 股同 2013 年类比，认为在经济转弱的背景下，科技创新领域受政策扶持成为有力经济增长点，科创板有望在下一阶段取得超额收益。7 月初至今，科创 50 显著跑赢其他指数，截至今日累计上涨 3.97%，验证了我们的判断，未来我们认为科技创新相关领域仍值得继续关注。
- ◆ **本周强于预期的就业数据引发了市场对 9 月加息幅度的争议。**随着投资者消化对未来政策收紧预期的转变，美债收益率再度回升，美元指数上涨。在美元强势的情况下，包括欧元、日元在内的多种非美货币出现下跌。对于我国而言，基本面走弱叠加美元的高位是近期人民币走弱的主要原因。本周，央行超预期降息导致中美利差

作者

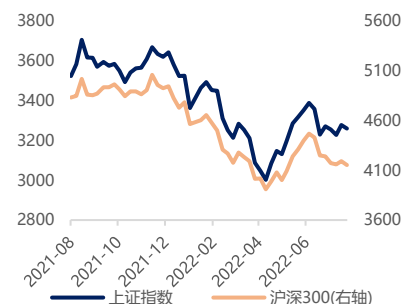
董忠云 分析师
SAC 执业证书：S0640515120001
联系电话：010-59562478
邮箱：dongzy@avicsec.com

王茹丹 研究助理
SAC 执业证书：S0640120090031
联系电话：010-59219560
邮箱：wangrd@avicsec.com

相关研究报告

中航策略周报：《中下游制造业有望迎来利润高增长》
中航策略周报：《关注成长板块中的结构性机会》
中航策略点评：《大国博弈下军工、电子或存在结构性机会》
中航策略周报：《A 股大部分行业处于适配区间》
中航策略周报：《中美错位的经济周期有望逐渐收敛》
中航策略周报：《美联储超鹰立场或在 9 月转变》
中航策略周报：《A 股上涨动力开始减弱》
中航策略周报：《全球滞胀寒流下市场短期波动或加大》
中航策略周报：《独立不惧，把握结构性机会》
中航策略周报：《反弹或是反转？有待经济数据进一步验证》

市场走势：



股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

倒挂再度加剧。短期，在美元流动性紧张背景下，人民币或面临贬值压力。然而纵观全球市场，在欧洲饱受通胀及经济衰退压力的背景下，人民币资产仍是全球资产“避险地”的最佳选择之一。因此，我们认为现阶段无需过度交易人民币贬值的压力。

投资建议：

- ◆ 7月我国经济数据反映出目前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，在PPI下行过程中，中下游利润增厚，可在其中挖掘结构性机会。大国博弈背景下，高端制造行业将愈发受到重视，享受全球工业机器人智能制造加速升级红利的相关制造业有望迎来高增长；其次，在全球寻求传统石化能源代替的背景下，风电、光伏、新能源等科技制造行业长期增长空间较大。

本周市场回顾：

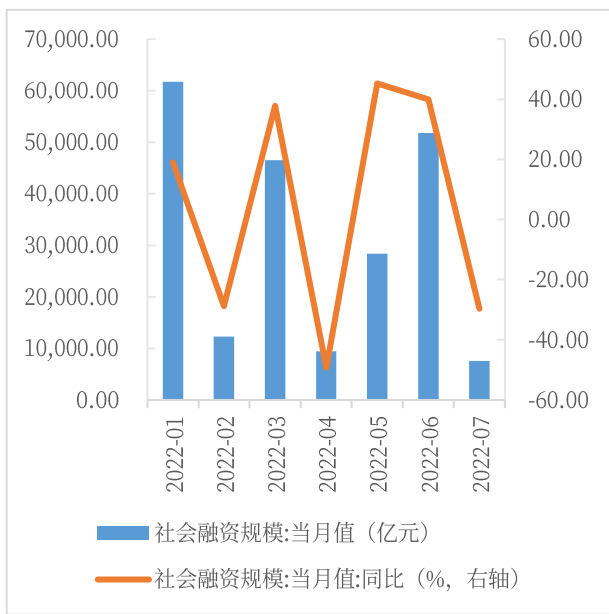
本周市场表现为震荡，成长表现较为分化，创业板指上涨 1.61%，科创 50 继续回调，跌幅扩大至 3.29%。其他各大指数普遍下跌，中小板指数，上证指数，沪深 300，中证 500 分别下跌 1.20%，0.57%，0.96%，0.45%。行业风格上，本周消费表现最弱，或与社零数据不及预期有关，下跌 1.58%；稳定表现最强，涨幅为 1.67%。行业上，电气设备，农林牧渔，公用事业涨幅居前，涨幅分别为 4.18%，4.17%，4.03%；计算机，医药生物，有色金属表现表现较差，跌幅分别为 3.62%，3.31%，2.93%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所提升，日均成交额 10494.29 亿元，较上周增加 612.92 亿元。估值方面，截至周五 A 股整体市盈率为 17.71 倍，较上周的 17.76 倍有所下降。本周北向资金净流入 42.13 亿元，低于上周的 76.50 亿元。

正文：**一、 A 股短期内或小幅震荡，流动性宽松利好成长**

7 月经济数据偏弱，A 股整体短期内或小幅震荡。近期公布的 7 月经济数据显示我国经济增长有所波动，一是社融同比增速 5、6 月连续两月改善后再次走弱，反映出信贷有效需求有待进一步拉动，经济提升空间较大。二是社零增速环比较 6 月有所放缓，居民消费仍有较大潜力。归因看，经济数据的走弱本质仍是市场信心波动。但 7 月整体就业情况已有所好转，我国经济已逐步修复。近期政策仍在托底经济，李克强总理于 8 月 16 日、17 日指出要合理加大宏观政策力度，抓紧研究延续实施支持新能源汽车的相关税收政策，扩大大宗消费；8 月 18 日工信部表示要引导扩大汽车、家电、绿色建材等大宗商品消费需求，发改委强调要进一步加快项目开工建设，对未按期开工或者进展较慢的项目加强督促指导。我们认为在政策的扶持下，经济修复力度有望提升。

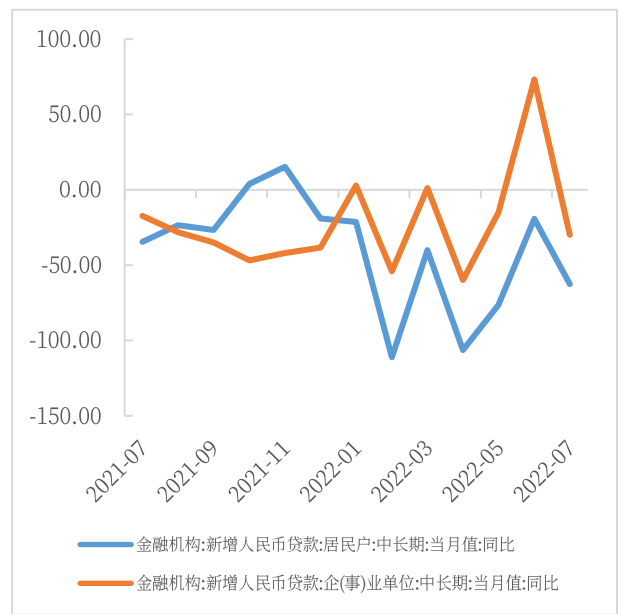
当前，宽货币尚未传导至宽信用，央行选择降“价”求“量”。多项经济数据走弱促使央行本周下调了一些关键利率，其中 OMO 利率及 MLF 利率均下调 10bp。央行通过降低 MLF 利率引导 LPR 下降，从而打开首套房贷款利率下限，打开房地产销售的空间；此外，LPR 的下调可以有效降低企业融资成本，进而刺激投资，推动经济发展。从利率来看，当前资金利率远低于政策利率，指向当前国内流动性较为充裕。截止 8 月 18 日，DR007 和 SHIBOR1W 分别为 1.42% 和 1.48%，大幅低于逆回购招标利率的 2.1%，验证了我们在 8 月 7 日报告《关注成长板块中的结构性机会》中的观点，流动性整体仍将维持较为宽松状态。流动性宽松利好股市。其中业绩稳定高增的行业更受益于流动性充裕、利率较低的宏观环境，成长风格短期内或将继续受益。随我国 PPI 与 CPI 剪刀差继续收窄，上游成本下降，中下游利润空间加大，盈利能力提升，因此，可在偏中下游行业中挖掘成长风格的结构性机会。

图 1 社融规模当月值及同比增速



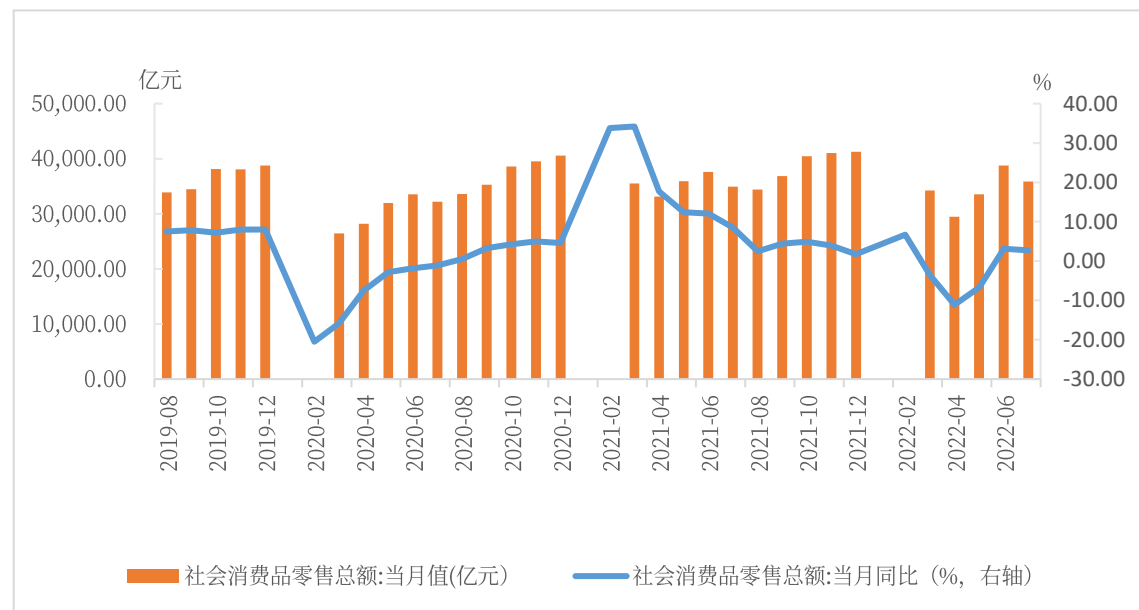
数据来源: Wind, 中航证券研究所整理

图 2 7月居民及企业中长期贷款同比增速均走低 (单位: %)



数据来源: Wind, 中航证券研究所整理

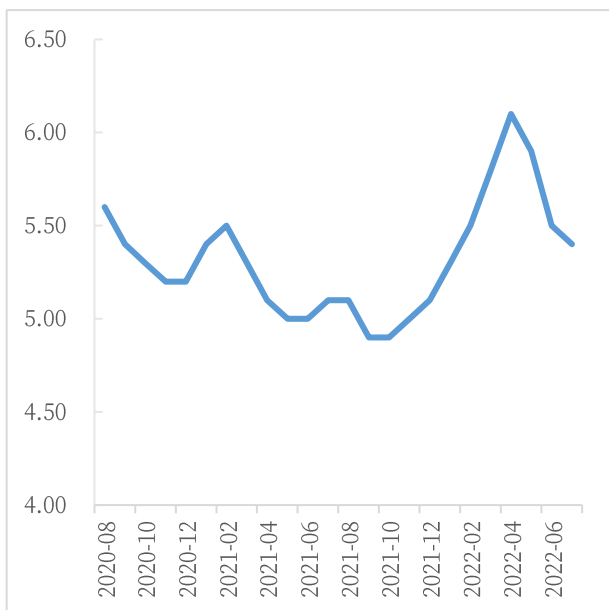
图 3 社零数据表现较弱



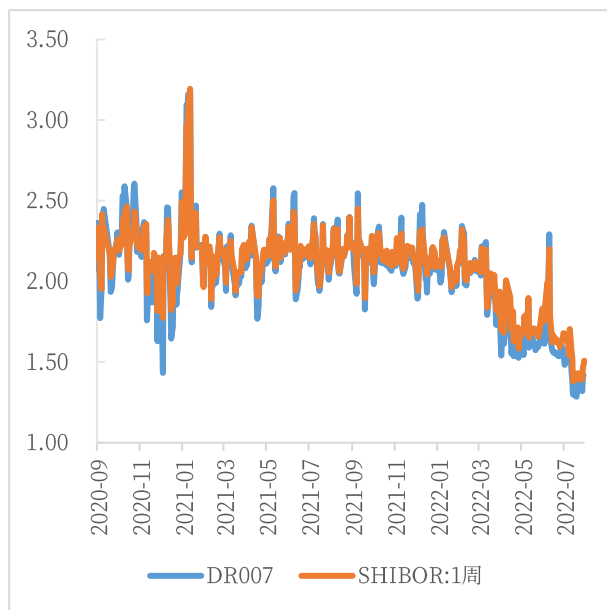
资料来源: Wind,中航证券研究所整理

图 4 城镇调查失业率 (单位: %)

图 5 DR007 及 SHIBOR: 1 周利率 (单位: %)



数据来源：Wind，中航证券研究所整理



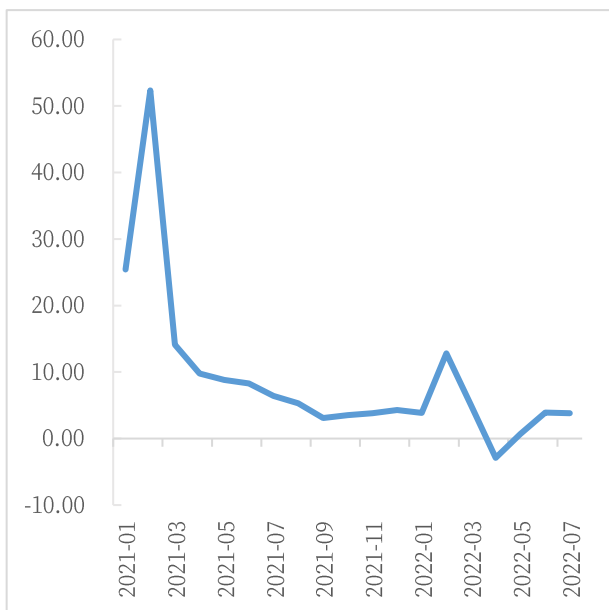
数据来源：Wind，中航证券研究所整理

二、 科技创新相关制造业韧性较强

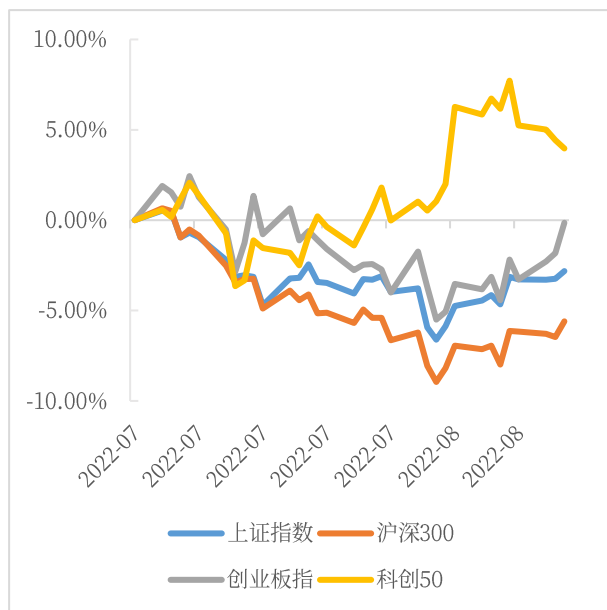
7月工业增加值增速回落，高技术制造业韧性相对较强。2022年7月规模以上工业增加值同比增长3.8%，较前月下降0.1%。受地产下行拖累，与地产链相关的家具制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、金属制品业表现低迷，分别同比下降9.5%，4.3%，2.3%；因需求端疲弱，纺织业规模以上工业增加值同比下降4.8%。在制造业整体疲软的情况下，高技术制造业韧性仍较强，同比增长5.9%。我们在7月3日的报告《下半年科创板仍有望领涨市场》中将当前A股同2013年类比，认为在经济转弱的背景下，科技创新领域受政策扶持成为有力经济增长点，科创板有望在下一阶段取得超额收益。7月初至今，科创50显著跑赢其他指数，截至今日累计上涨3.97%，验证了我们的判断，未来我们认为科技创新相关领域仍值得继续关注。

图6 工业增加值：当月同比（单位：%）

图7 7月以来各指数涨跌幅（单位：%）



数据来源：Wind，中航证券研究所整理



数据来源：Wind，中航证券研究所整理

三、 无需过度担忧外资流出压力

在美国7月消费者价格指数(CPI)报告显示通胀压力下降后，关于9月美联储加息的幅度在市场内部引发了一些争论。通胀见顶使投资者开始预期美联储即将转向鸽派立场。但周五略低于市场预期的新增失业人口数据为美联储继续大幅加息提供了必要的保障。我们认为，市场对美联储即将转向鸽派立场有点过于乐观，短期内美联储或将继续致力于控制通胀。随着投资者消化对未来政策收紧预期的转变，美债收益率再度回升，美元指数上涨。在美元强势的情况下，包括欧元、日元在内的多种非美货币出现下跌。

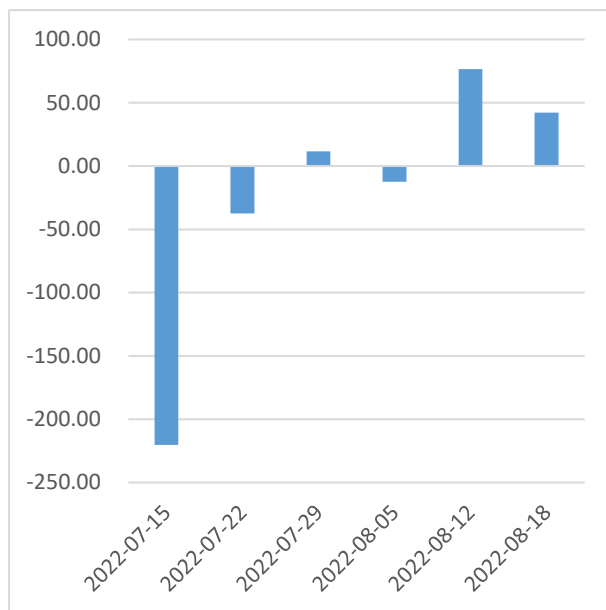
对于我国而言，经济数据不及预期叠加美元的高位是近期人民币走弱的主要原因。本周，央行超预期降息导致中美利差倒挂再度加剧。短期，在美元流动性紧张的背景下，人民币或面临贬值压力。但从市场层面来看，北向资金尚未出现明显流出。债市在经历了数月的流出后，后续再度出现大规模流出的压力也已有所降低。纵观全球市场，在欧洲饱受通胀及经济衰退压力的背景下，人民币资产仍是全球资产“避险地”的最佳选择之一。因此，我们认为现阶段无需过度交易人民币贬值的压力。尽管短期内美联储或可能继续大幅收紧货币政策，但无论如何，美联储的加息行动已接近尾声。后续随着美联储逐渐放缓加息步伐，美元流动性紧张的局面将告一段落。

图6 中美国债收益率（单位：%）

图7 北向资金周度净流入（单位：亿元）



数据来源: Wind, 中航证券研究所整理



数据来源: Wind, 中航证券研究所整理

投资建议:

近期公布的 7 月经济数据显示我国经济增长有所波动, 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, 在 PPI 下行过程中, 中下游利润增厚, 可在其中挖掘结构性机会。大国博弈背景下, 高端制造行业将愈发受到重视, 享受全球工业机器人智能制造加速升级红利的相关制造业有望迎来高增长; 其次, 在全球寻求传统石化能源代替的背景下, 风电、光伏、新能源等科技制造行业长期增长空间较大。

风险提示: 国内政策推行不及预期; 海外流动性收紧超预期。

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：

中航证券策略团队：站在总量研究的高度，以大类资产配置作为基础进行 A 股策略研究。研究方向涉及量化、固收、商品、外汇等。输出观点立足买方思维，对实际投资更具指导意义。

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