

金融市场分析周报

(2024.08.05-2024.08.09)

报告摘要

- **CPI/PPI:** 假期消费推动服务消费边际增长，叠加极端天气影响部分地区猪肉及蔬菜供应，推动食品价格同比由负转正，CPI 同比涨幅小幅扩大，同时受需求不足及部分国际大宗商品价格下行影响，PPI 同比降幅与上月持平。7 月 CPI 同比上涨 0.5%，涨幅较 6 月扩大 0.3 个百分点；PPI 同比下降 0.8%，与 6 月持平。CPI 同比涨幅扩大主要是季节性因素所导致，抬升幅度有限说明需求仍然不足，经济复苏没有明显改善，仍需要更多增量政策。
- **进出口:** 刺激政策效果减退下海外经济复苏遇阻，导致中国出口增速放缓，劳动密集型产品放缓明显。以美元计，7 月出口同比增长 7%，增速较 6 月放缓 1.6 个百分点，进口则大幅加快 9.5 个百分点至 7.2%。出口增速下降的主因是海外经济增长和需求有可能放缓，稍早前公布的美国 7 月非农就业数据显示，失业率和新增就业人数均大幅低于市场预期，制造业 PMI 指标也连续处于萎缩区间。预计下半年出口存在较大不确定性，国内经济需要更多依赖国内消费的拉动。
- **资金面分析:** 税期结束，央行延续大额投放，资金面转松；下周跨月叠加政府债融资额回升，资金面仍存波动可能。本周央行共开展 212.9 亿元逆回购操作，因有 7810.5 亿元逆回购到期，全周净回笼 7597.6 亿元。月初央行大幅净回笼，政府债融资额走高，资金价格上行。下周税期来临，下周四为缴税截止日，下周五、下周一缴税走款，8 月份虽非传统缴税大月，但税期预计仍将对资金面造成波动。下周政府债融资额持续环比上行，为今年以来单周最高，一定程度将对资金面造成冲击。本周央行大幅净回笼下，下周逆回购到期位于低位，但下周四存在

主要数据

上证指数	2867.946
沪深 300	3334.3903
深证成指	8409.224

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

刘庆东 分析师
SAC 执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

相关研究报告

7 月通胀回升，外贸保持平稳 —2024-08-13
金融市场分析周报 —2024-08-08
美联储即将开启降息，国内稳内需政策仍需发力 —2024-08-04

4010 亿元 MLF 到期。整体来看，下周税期叠加政府债融资额大幅上行，资金面存在较大波动可能，关注央行资金投放情况。

- **利率债：**经济数据层面继续弱修复，贸易数据不及预期，CPI 在猪肉价格增长下稳步走高，本周基本面对债市影响较小，主要系利率债突破关键点位 2.1% 之后，央行采取一系列措施，利率快速回调至降息前点位 2.2%，但是否为央行预期点位不得而知，目前从最低点位 2.0825% 已上行接近 12bp，超过 7 月上行幅度（240004，11.75bp）但低于 4 月上行幅度（240004，16.5bp），仍有一定的调整空间。目前债市利空仍主要为政策风险，但鉴于经济为弱复苏，可继续等待在关键点位找寻交易性机会。
- **权益市场：**本周市场整体下跌，消费风格表现较强。本周市场整体下跌，上证指数（-1.48%）、深证成指（-1.87%）、沪深 300（-1.56%）、科创 50（-2.77%）、创业板指（-2.60%）、中证 500（-1.43%）、中证 1000（-2.23%）均表现较弱。行业风格上，本周消费风格表现较强，上涨 0.51%，成长风格表现较弱，下跌 2.99%。分行业来看，申万一级行业中房地产、食品饮料、建筑材料表现较强，分别上涨 3.26%、3.10%、1.29%，计算机、国防军工、电子表现较弱，分别下跌 4.63%、4.49%、3.81%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 6467.96 亿元，较上周减少 759.87 亿元。展望未来，三中全会和 7 月政治局会议定调积极，美联储逐渐接近降息，后续国内稳增长政策大概率加码。推荐提振内需和自主可控两大方向。此后重点跟踪：1) 7 月政治局会议政策兑现情况；2) 美联储降息预期；3) 上市公司半年报业绩。
- **美元指数分析：**本周美国非制造业指数表现较好，美联储官员表态偏鸽派，美元指数小幅下行。本周美国 ISM 非制造业指数公布，7 月份美国非制造业指数为 51.4，好于市场预期，一定程度缓和了近期市场对于美国衰退的担忧。本周多位美联储官员发言，整体信息偏鸽派，其中发言的官员认为通胀正在降温，也有官员表示如果通胀数据如期回落，很快就适合开始放松政策。整体来看，本周美国非制造业指数表现较好，美联储官员表态偏鸽派，美元指数小幅下行。

风险提示：货币政策超预期收紧 经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹
地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现 美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

正文目录

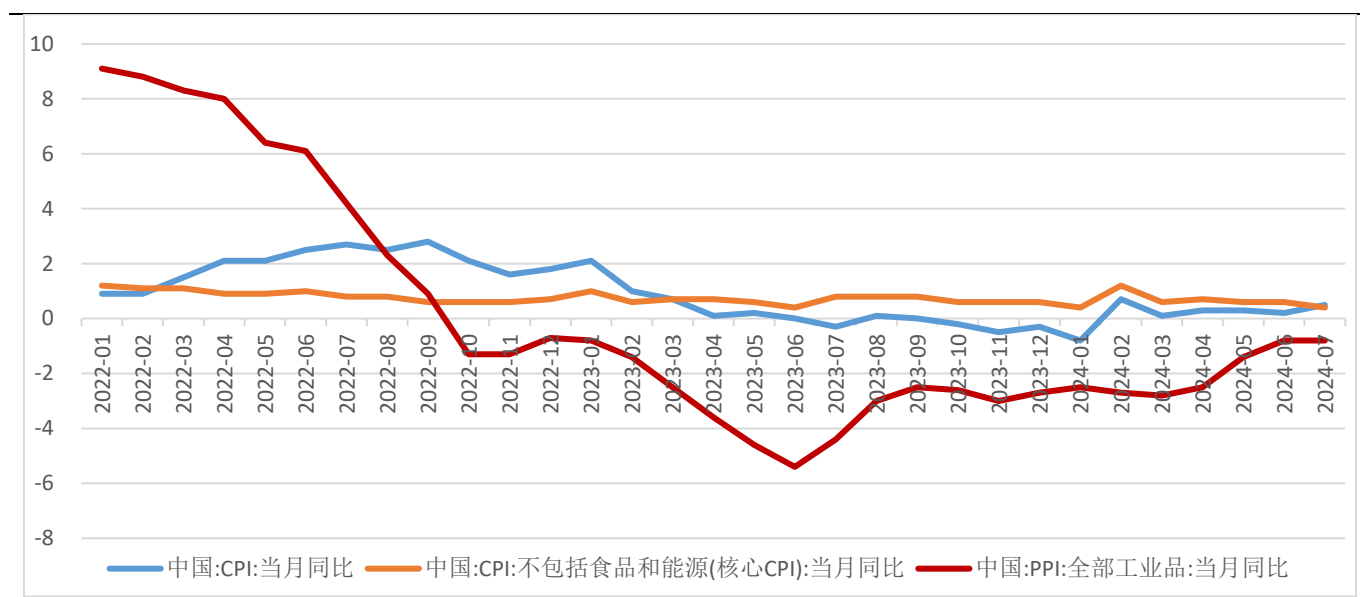
一、 本周重点经济	5
1.1 极端天气推动食品价格同比由负转正，但需求整体仍不足，CPI 同比涨幅小幅扩大，PPI 同比降幅保持不变	5
1.2 刺激政策效果减退下海外经济复苏遇阻，导致中国出口增速放缓，劳动密集型产品放缓明显	6
1.3 一周要闻	7
二、 固定收益市场分析	8
2.1 资金面分析：月初央行大幅净回笼，政府债融资额走高，资金价格上行；下周税期叠加政府债融资额大幅上行，资金面存在较大波动可能，关注央行资金面投放情况	8
2.2 利率债走势分析：央行本周回笼资金，CPI 小幅增长，贸易数据低于预期，利率全周大幅上行	10
2.3 存单信用债分析：存单融资额环比回落、信用债融资额环比上行；信用债收益率整体上行	12
三、 主要资产价格分析	13
3.1 权益市场分析：本轮美联储更可能是预防式降息，A 股有望企稳回升	13
3.2 美元指数分析：本周美国非制造业指数表现较好，美联储官员表态偏鸽派，美元指数小幅下行	14

一、 本周重点经济

1.1 极端天气推动食品价格同比由负转正，但需求整体仍不足，CPI 同比涨幅小幅扩大，PPI 同比降幅保持不变

假期消费推动服务消费边际增长，叠加极端天气影响部分地区猪肉及蔬菜供应，推动食品价格同比由负转正，CPI 同比涨幅小幅扩大，同时受需求不足及部分国际大宗商品价格下行影响，PPI 同比降幅与上月持平。7 月，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 0.5%，涨幅较 6 月扩大 0.3 个百分点，超出市场预期；扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比增速下降 0.2 个百分点至 0.4%，一方面去年同期基数走高，另一方面主要是国内需求仍不足；PPI 同比下降 0.8%，与 6 月持平，基本符合市场预期。

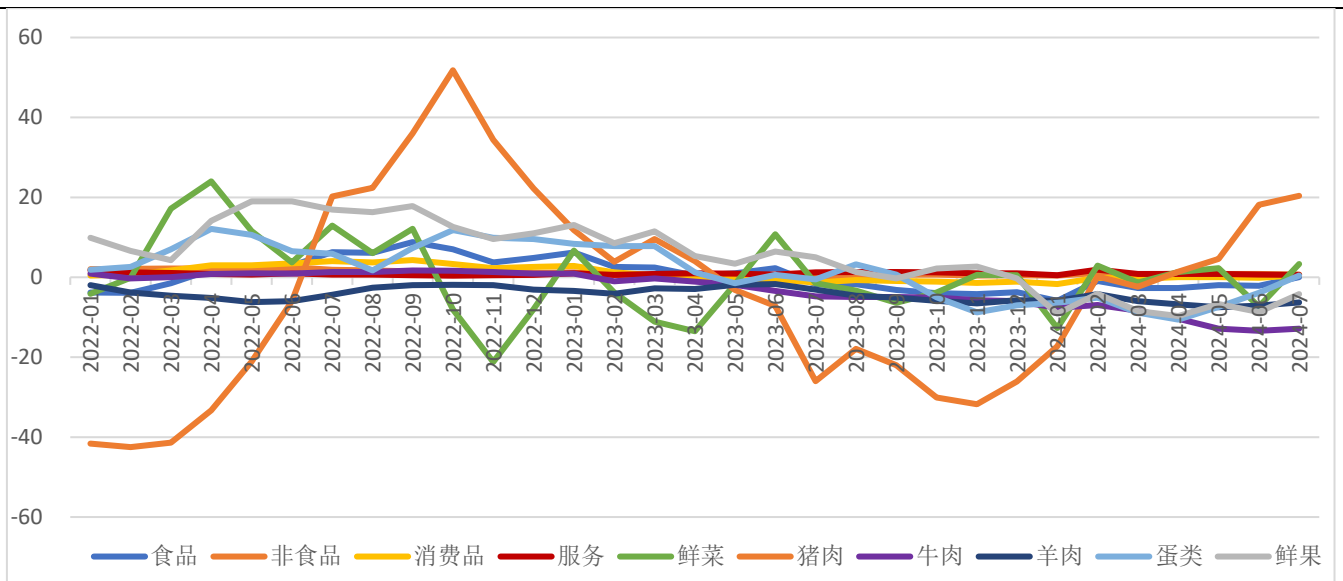
图 1：7 月 CPI 同比涨幅温和抬升，PPI 同比降幅持平（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所、中航证券资管业务部

CPI 同比结构看，受高温及暴雨影响，部分食品供给减少，导致食品价格从 6 月的下降 2.1% 转为持平，非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。食品中权重最大的猪肉的价格同比涨幅扩大 2.3 个百分点至 20.4%，鲜菜和鸡蛋价格由降转升，鲜果、牛肉和羊肉价格降幅也有收窄。非食品中，暑期消费推动服务价格上涨 0.6%，较 6 月回落 0.1 个百分点，其中旅游和交通工具租赁费价格分别上涨 3.1% 和 0.8%。环比看，7 月 CPI 环比上涨 0.5%，较 6 月提高 0.7 个百分点，推动因素主要是食品价格由下降 0.6% 转为上涨 1.2%，其中受部分地区高温降雨天气影响，鲜菜和鸡蛋价格分别上涨 9.3% 和 4.4%，生猪产能去化效应明显，价格上涨 2%。

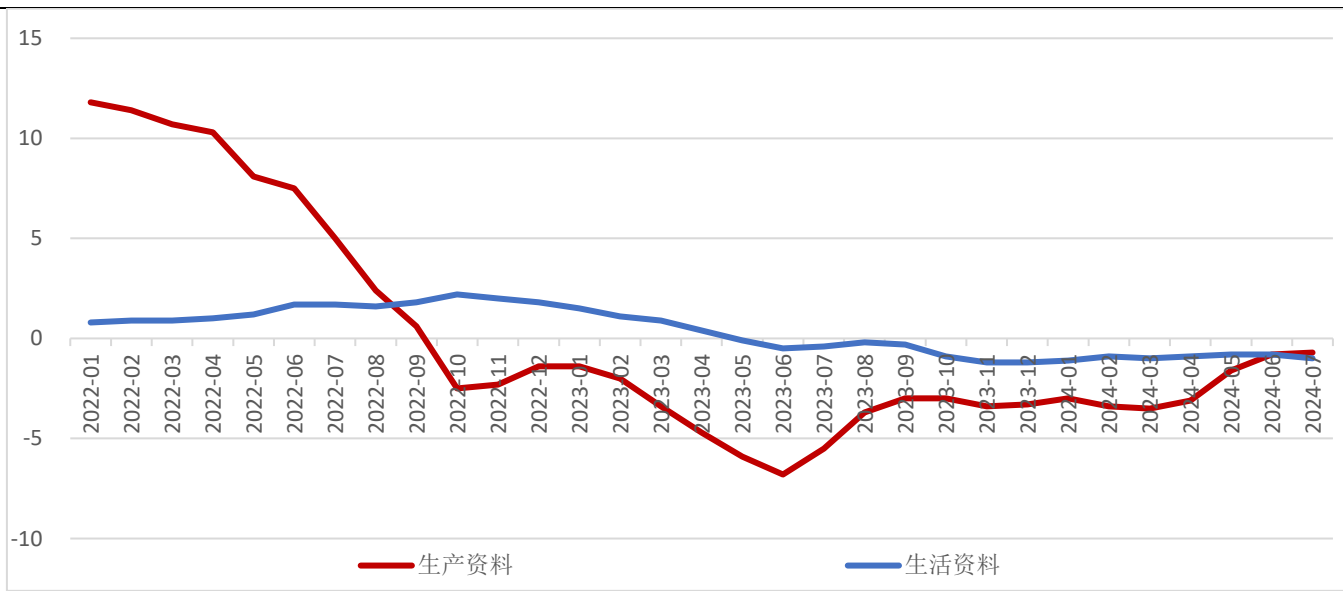
图 2：猪肉、鲜菜等食品价格同比由降转升，服务价格继续保持上涨（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所、中航证券资管业务部

PPI 同比结构看，7 月生产资料价格下降 0.7%，降幅较 6 月收窄 0.1 个百分点；生活资料价格下降 1.0%，降幅较 6 月扩大 0.2 个百分点，其中黑色金属冶炼和压延加工业、电气机械和器材制造业、计算机通信和其他电子设备制造业、汽车制造业等行业是影响 PPI 同比下降的主要因素。环比看，7 月 PPI 环比下降 0.2%，降幅与 6 月持平，其中生产资料价格下降 0.3%，生活资料价格由下降转为持平，受房地产市场继续调整以及高温多雨天气影响，钢材、水泥等市场需求偏弱，黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业价格降幅均走阔。

图 3：7 月生产资料同比降幅小幅收窄，生活资料降幅扩大（%）



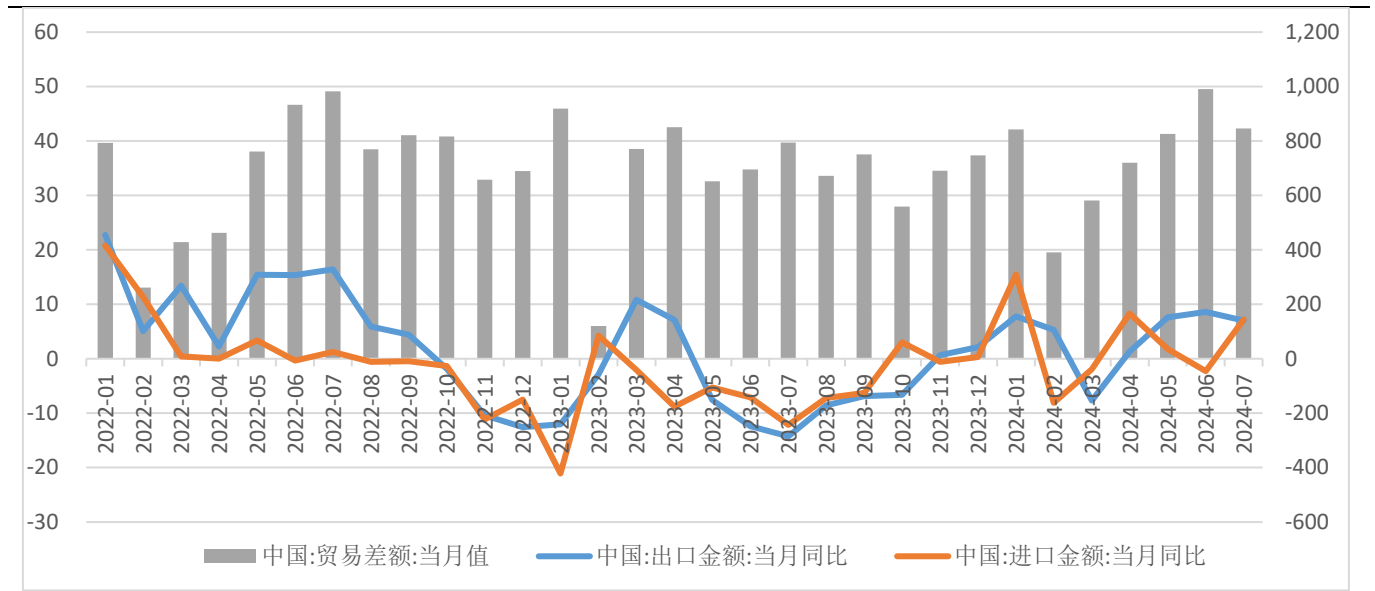
资料来源：Wind、中航证券研究所、中航证券资管业务部

1.2 刺激政策效果减退下海外经济复苏遇阻，导致中国出口增速放缓，劳动密集型产品放缓明显

海外经济增长开始放缓，导致中国出口增速回落，劳动密集型产品出口下降较多。以美元计，7 月出口同比增长 7%，增速较 6 月放缓 1.6 个百分点，低于市场预期；进口同比由降转升，增速大幅加快 9.5 个百分点至

7.2%，高于市场预期；贸易顺差 846.5 亿美元，较 6 月下降 144 亿美元。上周五公布的非农就业数据显示，美国 7 月就业率和新增就业人数均大幅低于市场预期，劳动力市场明显放缓，同时 8 月制造业 PMI 数据继续处于萎缩区间，经济复苏开始放缓并有衰退可能。

图 4：7 月出口同比增速低于预期，但进口增速超出预期（%，亿美元）



资料来源：Wind、中航证券研究所、中航证券资管业务部

中国对欧盟以外的多数经济体出口开始走弱。7 月，中国对欧盟出口同比增长 8.3%，增速较 6 月加快 4.3 个百分点，但对美国、东盟、拉丁美洲出口分别同比增长 7.7%、12.4% 和 14%，均低于 6 月增速数据，而对日本、俄罗斯出口放缓幅度较大，同比均由增转降，分别下降 6.3%、2.5%，分别较 6 月下降 7.8 个、6.3 个百分点，对非洲出口降幅扩大至 6.6%。

从主要出口商品看，劳动密集型产品出口走弱，机电产品等出口有所好转。7 月，纺织品出口同比增速放缓 4%，鞋靴出口同比下降 4.7%，服装、箱包出口同比降幅也分别扩大至 3.6%、11.1%；机电产品、高新技术产品出口好转，增速加快 2.3 个、5.3 个百分点至 10.4%、12.1%，其中手机、液晶平板显示模组、集成电路出口同比增速加快至 5.7%、18.6%、28.7%，汽车及底盘出口增速反弹 1.2 个百分点至 13.8%，通用机械设备、家用电器出口同比增速为 14.9%、17.4%，增速较 6 月放缓。

从主要进口商品看，部分大宗商品价格上涨，叠加进口量增加，导致进口增速超出预期。7 月，原油进口量同比下降 3.1%，但油价上涨带动进口额由下降 1.2% 转为增长 6.4%；煤炭进口量加快 5.8 个百分点至 17.7%，进口额增长 17.5%，大幅提高 20.5 个百分点；铁矿石进口量、进口额增速也分别加快至 10.2%、8.4%。

1.3 一周要闻

1) 央行发布二季度货币政策执行报告，部署下阶段施策方向。报告指出，要增强宏观政策取向一致性，加强逆周期调节，增强经济持续回升向好态势。丰富和完善基础货币投放方式，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖。灵活有效开展公开市场操作，必要时开展临时正、逆回购操作。央行还开辟专栏介绍资管产品净值化机

制对公众投资者的影响，再次聚焦债市风险。报告提醒，公众投资者要综合权衡投资产品的风险和收益，资管产品投资者也应适度关注长债利率走势。报告还提出，对金融机构持有债券资产的风险敞口开展压力测试，防范利率风险。

2) 中国 7 月 CPI 同比上涨 0.5%，创 2 月以来新高，环比上涨 0.5%；PPI 同比下降 0.8%，环比下降 0.2%。国家统计局指出，7 月份，消费需求持续恢复，加之部分地区高温降雨天气影响，全国 CPI 环比由降转涨，同比涨幅有所扩大；受市场需求不足及部分国际大宗商品价格下行等因素影响，全国 PPI 环比、同比降幅均与 6 月相同。

二、固定收益市场分析

2.1 资金面分析：月初央行大幅净回笼，政府债融资额走高，资金价格上行；下周税期叠加政府债融资额大幅上行，资金面存在较大波动可能，关注央行资金面投放情况

1) 央行的公开市场操作：本周央行公开市场全口径净回笼 7597.6 亿元

本周央行共开展 212.9 亿元逆回购操作，因有 7810.5 亿元逆回购到期，全周净回笼 7597.6 亿元。央行公开市场将有 212.9 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 6.7 亿元、6.2 亿元、0 亿元、71 亿元、129 亿元。此外，周四将有 4010 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	3015.7	2162.7	2516.7	103.7	11.7
7 天	6.7	6.2	0	71	129
14 天	0	0	0	0	0
MLF（投放）	0	0	0	0	0
MLF（回笼）	0	0	0	0	0
国库现金定存	0	0	0	0	0
净投放	-3009	-2156.5	-2516.7	-32.7	117.3

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：月初央行大幅净回笼，政府债融资额走高，资金价格上行。本周月初，跨月期间逆回购投放大量到期，央行小幅续作，公开市场整体净回笼。同时本周政府债净融资额上行，双重影响下本周虽为月初，但资金价格较上周明显走高。本周五银行间回购利率 R001 加权平均升至 1.8573%，R007 加权平均升至 1.8747%；本周五交易所回购利率 GC001 加权平均升至 1.8930%，GC007 加权平均升至 1.8740%。

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	1.6514	1.6643	1.7031	1.7751	1.8573
	R007	1.8030	1.8194	1.8334	1.8587	1.8747
	R014	1.8229	1.8373	1.8442	1.8553	1.8832
	R021	1.7929	1.7729	1.8805	1.8204	1.8349
	R1M	1.8309	1.8657	1.8540	1.8591	1.8729
上交所协议回购	206001	2.2880	2.2800	2.2840	2.3120	
	206007	2.3120	2.2890	2.2900	2.3660	2.4030
	206014	2.6880	2.5320	2.5120	2.7330	2.6660
	206021	3.3780	3.2070	3.2240	2.9130	3.1820
	206030	4.2780	4.1300	3.7180	3.7970	3.6890
利率互换定盘: 1Y	FR007	1.7122	1.7265	1.7242	1.7430	1.7574

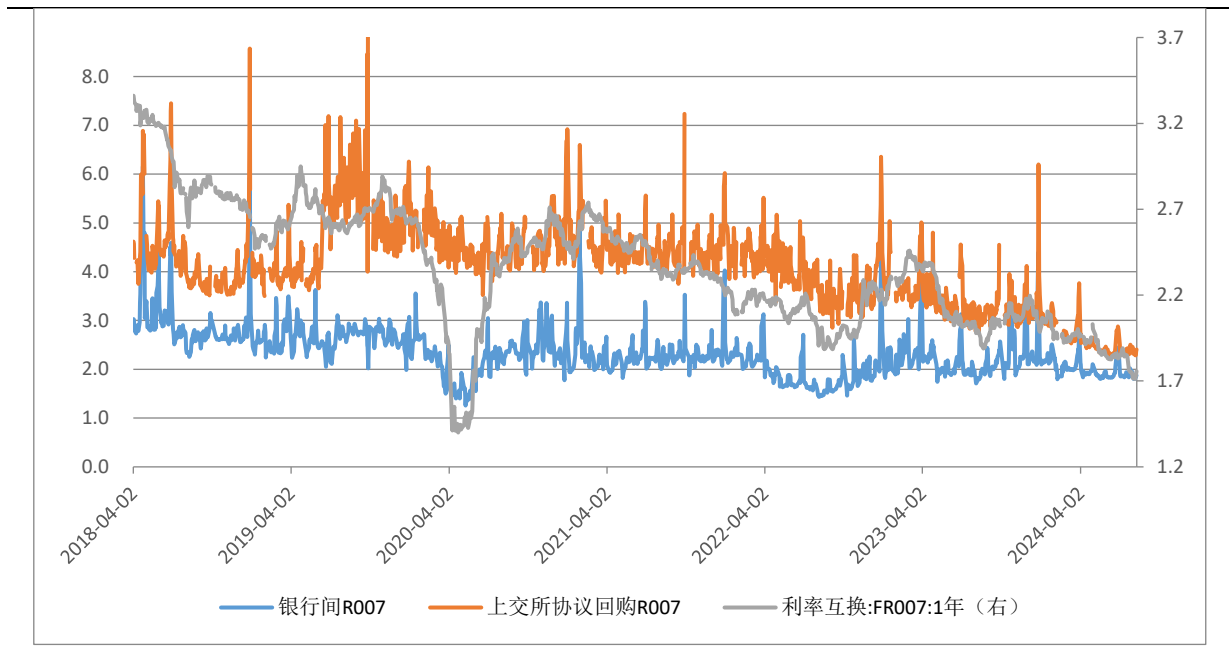
资料来源: Wind、中航证券研究所, 中航证券资管业务部

2) 资金面的展望: 下周税期叠加政府债融资额大幅上行, 资金面存在较大波动可能, 关注央行资金面投放情况

近期央行发布二季度货币政策执行报告, 指出, 要增强宏观政策取向一致性, 加强逆周期调节, 增强经济持续回升向好态势。丰富和完善基础货币投放方式, 在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖。灵活有效开展公开市场操作, 必要时开展临时正、逆回购操作。整体来看, 当前经济仍处于复苏阶段, 金融数据仍较弱, 实体经济融资需求仍有待增强, 政策支持仍不可缺席, 预计未来货币政策主要方向仍为宽信用, 资金面大方向快速转向的可能性相对较小, 但也应关注近期政府债融资额上行对于资金面的影响。

下周税期来临, 下周四为缴税截止日, 下周五、下周一缴税走款, 8 月份虽非传统缴税大月, 但税期预计仍将对资金面造成波动。下周政府债融资额持续环比上行, 为今年以来单周最高, 一定程度将对资金面造成冲击。本周央行大幅净回笼下, 下周逆回购到期位于低位, 但下周四存在 4010 亿元 MLF 到期。整体来看, 下周税期叠加政府债融资额大幅上行, 资金面存在较大波动可能, 关注央行资金投放情况。

图 5：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：央行本周回笼资金，CPI 小幅增长，贸易数据低于预期，利率全周大幅上行

1) 利率债走势复盘：央行本周回笼资金，CPI 小幅增长，贸易数据低于预期，央行进行操作，利率全周大幅上行

周一，央行开展 6.7 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.70%。Wind 数据显示，当日 3015.7 亿元逆回购到期。早盘下行，240011 持续 gvn，利率持续上行，日终上行 3bp；

周二，央行开展了 6.2 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.70%。Wind 数据显示，当日 2162.7 亿元逆回购到期。对央行操作有所谨慎，小幅上行震荡；

周三，央行逆回购量为 0 今日波动明显加大，早盘下行 1bp，9:20 央行操作量为 0，市场小幅上行收回，但交易盘再次将利率买下，日内 4 点 20 未进行临时正回购，利空有进一步出尽趋势继续下行，后央行再次指导卖债转为上行，且对 4 家农商行进行自律调查，涉险操纵市场价格、利益输送，市场再次上行，日终小幅上行 0.5bp；

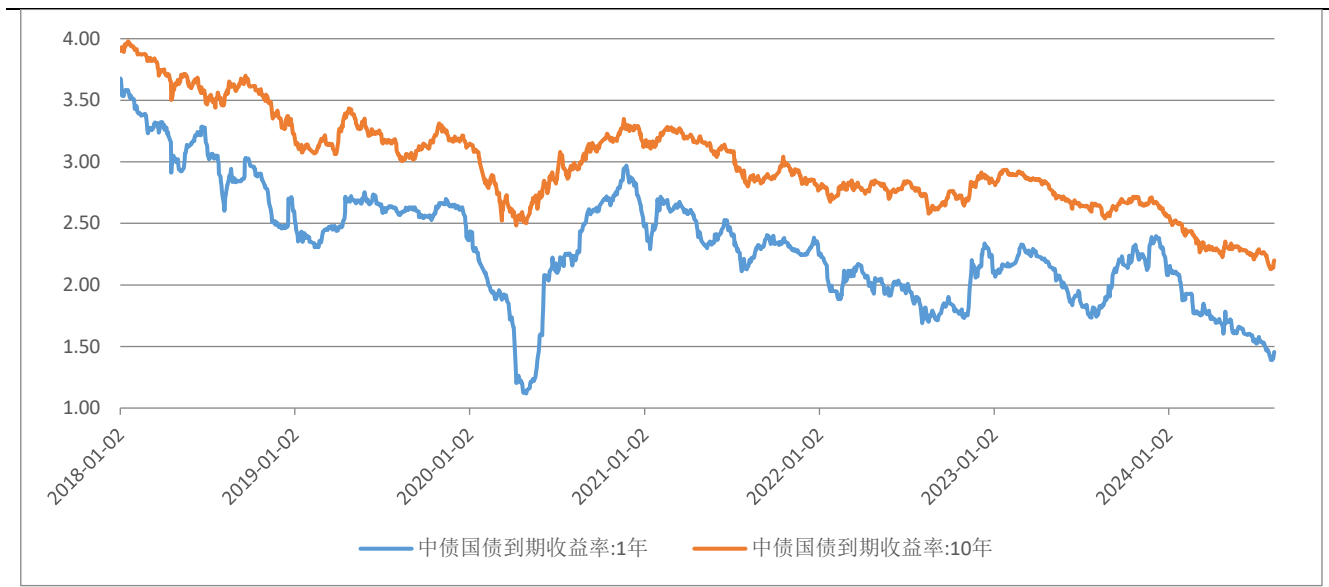
周四，央行开展了 71 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.70%。Wind 数据显示，当日 103.7 亿元逆回购到期。延续昨日恐慌，继续上行，且今日国债缴款，资金面偏紧，午后虽有小幅下行，但 5 点后卖盘力量较大，日终上行 3.5bp；

周五，央行开展了 129 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率为 1.7%。Wind 数据显示，当日 11.7 亿元逆回购到期，据此计算，单日净投放 117.3 亿元。今日继续小幅上行，但仍有反复，5 点后卖盘继续发力，上行 2.5bp 到达 2.2% 关键点位；

本周活跃券 10 年国债活跃券 240004 由 2.1175% 上行 8.25bp 至 2.2000%，10 年国开活跃券 240205 由 2.

1925%累计上行 6.25bp 至 2.2550%。

图 6：10 年期国债收益率（%）



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：经济数据层面继续弱修复，贸易数据不及预期，CPI 在猪肉价格增长下稳步走高，本周基本面对债市影响较小，主要系利率债突破关键点位 2.1%之后，快速回调至降息前点位 2.2%，目前从最低点位 2.0825%已上行接近 12bp, 超过 7 月上行幅度 (240004, 11.75bp) 但低于 4 月上行幅度 (240004, 16.5bp)，仍有一定的调整空间。目前债市利空仍主要为政策风险，但鉴于经济为弱复苏，可继续等待在关键点位找寻交易性机会

Q2 货币政策执行报告：关键点主要如下：1、保持融资和货币总量合理增长。充实货币政策工具箱，丰富和完善基础货币投放方式，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖。2、引导信贷合理增长、均衡投放，增强贷款增长的稳定性和可持续性，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。3、增加临时正、逆回购操作，流动性管理更为科学、规范，操作精细化水平进一步提高。4、善贷款市场报价利率(LPR)，理顺由短及长的利率传导关系。同时，在报告中提示了资管产品波动风险，“7 月末银行理财平均年化收益率超过 3%，而当前银行 3 年定期存款挂牌利率还不到 2%，吸引部分投资者将存款“搬家”到这类产品”，“资管产品的收益最终取决于底层资产；主要是通过加杠杆实现的，实际上存在较大的利率风险。未来市场利率回升时，相关资管产品净值回撤也会很大”，针对目前低利率，高杠杆风险提出警示。

贸易数据：前 7 个月，东盟为我第一大贸易伙伴，+10.5%。欧盟为我第二大贸易伙伴，+0.4%。美国为我第三大贸易伙伴，+4.1%，占 11%。韩国为我第四大贸易伙伴，+8%，占 5.3%。分产品看，前 7 个月，我国出口机电产品+8.3%，占我出口总值的 59%。其中，自动数据处理设备及其零部件+11.6%；集成电路+25.8%；汽车+20.7%；手机-1.3%。同期，出口劳密产品+5.1%，占 17%。其中，服装及衣着附件+1.6%；纺织品+6%；塑料制品+10%。出口农产品+4.6%。

CPI/PPI：7 月 CPI 同比 0.5%，预期 0.30%，前值 0.20%。PPI 同比-0.8%，预期-0.90%，前值-0.80%。食品烟酒类价格同比上涨 0.2%，猪肉+20.4%，鲜菜+3.3%，鲜果-4.2%；其他七大类价格同比六涨一降。其中，

其他用品及服务、教育文化娱乐价格分别上涨 4.0%和 1.7%，衣着、医疗保健价格分别上涨 1.5%和 1.4%，生活用品及服务、居住价格分别上涨 0.7%和 0.1%；交通通信价格下降 0.6%。PPI：生产资料-0.7%，采掘工业+3.5%，原材料工业+1.8%，加工工业-2.1%。生活资料-1.0%，其中，食品-0.7%，衣着-0.5%，一般日用品-0.3%，耐用消费品-2.0%。

整体看，经济数据层面继续弱修复，贸易数据不及预期，CPI 在猪肉价格增长下稳步走高，本周基本面对债市影响较小，主要系利率债突破关键点位 2.1%之后，央行采取一系列措施，利率快速回调至降息前点位 2.2%，但是否为央行预期点位不得而知，目前从最低点位 2.0825%已上行接近 12bp，超过 7 月上行幅度（240004，11.75bp）但低于 4 月上行幅度（240004，16.5bp），仍有一定的调整空间。目前债市利空仍主要为政策风险，但鉴于经济为弱复苏，可继续等待在关键点位找寻交易性机会。

2.3 存单信用债分析：存单融资额环比回落、信用债融资额环比上行；信用债收益率整体上行

1) 一级市场发行：存单融资额环比回落、信用债融资额环比上行

本周同业存单净融资规模为-2,460.40 亿元，发行总额达 3,457.80 亿元，平均发行利率为 1.8442%，到期量为 5,918.20 亿元。同业存单融资额环比回落。

1M 期存单平均发行利率较上周下行 1.75bp 报 1.7559%，3M 期存单平均发行利率较上周下行 8.91bp 报 1.7961%，6M 期存单平均发行利率较上周下行 2.71p 报 1.878%，9M 存单平均发行利率较上周下行 1.72bp 报 1.8947%。

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量约 3,052.62 亿元，环比增加 981.63 亿元，偿还量约 2,236.26 亿元，净融资额约 4 816.36 亿元，环比增加 319.85 亿元。

2) 二级市场走势及信用利差：信用债收益率整体上行

信用债二级市场方面，各期限及各评级信用债收益率整体上行，1 年期各评级信用债收益率上行 0.82bp~上行 1.82bp，3 年期各评级信用债收益率上行 4.51bp~上行 5.51bp，5 年期各评级信用债收益率上行 0.23bp~上行 4.03bp。

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	1.9190	1.10%	0.82
信用债(AAA):3 年	2.0330	0.30%	4.51
信用债(AAA):5 年	2.1125	0.20%	4.03
信用债(AA+):1 年	2.0090	0.30%	1.82
信用债(AA+):3 年	2.1280	0.30%	5.01
信用债(AA+):5 年	2.1925	0.20%	4.03

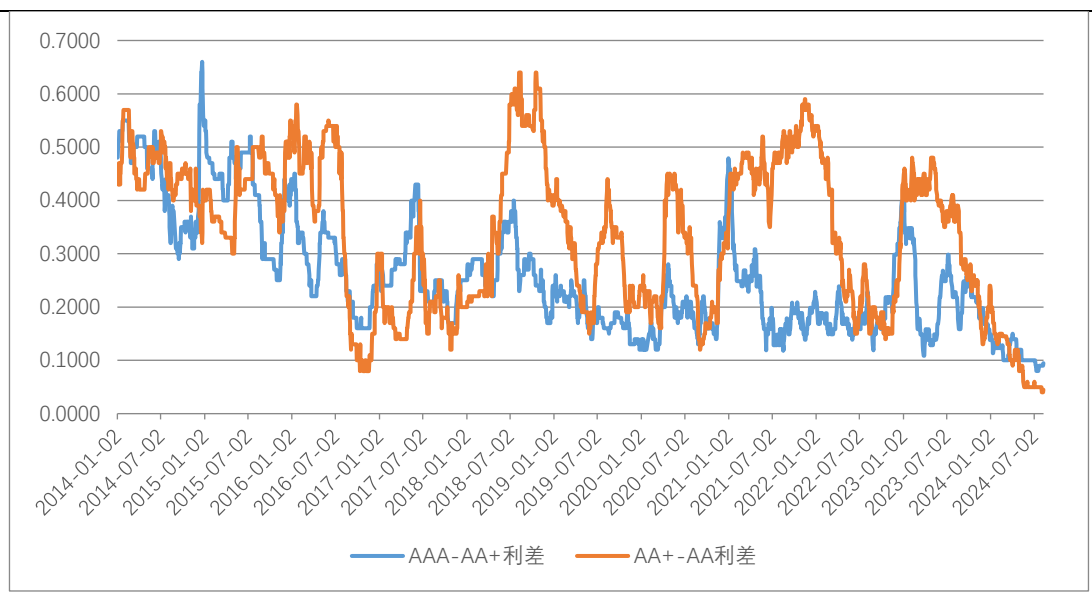
信用债(AA):1 年	2.0514	0.20%	1.82
信用债(AA):3 年	2.1730	0.30%	5.51
信用债(AA):5 年	2.2425	0.20%	0.23

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

期限利差方面，AAA 级、AA+级、AA 级 3Y-1Y 利差整体扩大 3.69bp、扩大 3.19bp、扩大 3.69bp，5Y-3Y 利差分别缩小 0.48bp、缩小 0.98bp、缩小 5.28bp。

评级利差方面，本周 AA+与 AAA 之间利差为 9.5bp，较上周扩大 0.5bp，AA 与 AA+之间的利差为 4.5bp，较上周扩大 0.5bp。

图 7：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

三、主要资产价格分析

3.1 权益市场分析：本轮美联储更可能是预防式降息，A 股有望企稳回升

1) 权益市场走势复盘：本周市场整体下跌，消费风格表现较强

本周市场整体下跌，上证指数（-1.48%）、深证成指（-1.87%）、沪深 300（-1.56%）、科创 50（-2.77%）、创业板指（-2.60%）、中证 500（-1.43%）、中证 1000（-2.23%）均表现较弱。行业风格上，本周消费风格表现较强，上涨 0.51%，成长风格表现较弱，下跌 2.99%。分行业来看，申万一级行业中房地产、食品饮料、建筑材料表现较强，分别上涨 3.26%、3.10%、1.29%，计算机、国防军工、电子表现较弱，分别下跌 4.63%、4.49%、3.81%。市场情绪方面，本周市场活跃度有所下降，日均成交金额为 6467.96 亿元，较上周减少 759.87 亿元。北向资金本周呈净流出状态，净卖出金额为 147.60 亿元。展望未来，三中全会和 7 月政治局会议定调积极，美联储逐渐接近降息，后续国内稳增长政策大概率加码。推荐提振内需和自主可控两大方向。此后重点跟踪：1)

7 月政治局会议政策兑现情况；2) 美联储降息预期；3) 上市公司半年报业绩。

2) 权益市场展望：

本周国内政策在陆续兑现 7 月政治局会议精神，验证了政策面已经转向，预计后续稳增长政策将持续出台。但美国经济数据走差、美联储称最快或将在 9 月降息和日本央行或将持续加息等变化下，市场衍生出“降息交易”、“衰退交易”、“反套息交易”等策略，导致本周外围市场大幅波动并对 A 股产生影响。我们认为美联储降息是引发本轮全球资本市场剧烈波动的重要转折点，后续也有望持续作为全球资本市场的交易主线之一，应重点关注美联储降息后对 A 股的影响。

美联储降息时，美国经济背景不同或将导致降息对 A 股影响存在差异。因此我们根据美国国家经济研究局对于经济周期和衰退区间的划分，将美联储历次降息周期归类为衰退式降息和预防式降息，以此观察美联储降息对于资本市场的影响。

逻辑上看，美联储降息对 A 股影响主要是通过国内政策宽松带动基本面改善的预期来提升市场对 A 股资产的风险偏好，引入增量资金。美国高利率背景下，全球流动性收缩，海外需求受到压制，同时汇率压力导致国内难以实施宽松刺激政策。因此在美国预防式降息背景下，全球流动性恢复，带动海外需求恢复，同时人民币汇率压力减弱，国内政策空间打开，市场通常会预期国内政策转向并有望带动基本面转好，则顺周期的资源品有望取得超额收益。同时，经济预期转好、人民币升值背景下，北向有望持续流入。但在美国衰退式降息背景下，中国经济基本面可能受到相关负面因素的影响未能迎来改善，反而跟随大幅波动，A 股或也会因此受到拖累。回顾中国加入 WTO 后的三次美联储降息及一次降息预期升温期间，A 股表现基本印证了上述传导逻辑，主要是分子端的变化主动行情。美联储衰退式降息前后，全球经济正在从过热转变为衰退，中国经济基本面同样受到影响，并未因中美宽松政策而阻止基本面波动的发生，万得全 A 从美联储降息前上涨转变为降息后下跌。美联储预防式降息前后，全球经济处于逐步走弱阶段，中美宽松政策成功的改善了中国基本面，万得全 A 由跌转涨。但无论是衰退式降息还是预防式降息，食品饮料行业都跑赢大盘并创造正收益。北向资金能否流入同样取决于国内基本面能否改善。

目前尚不能得出美国经济将进入衰退的结论。同时近期稳增长政策持续加码，国内通胀数据有所改善。往后看，本轮美联储更可能是预防式降息，后续 A 股有望企稳回升，北向或将成为增量资金。

军工材料行业，我们认为可关注以下板块：（1）低空经济打开成长天花板。（2）民机进程加速，国产替代带来广阔空间。（3）增材制造工艺发展加速。

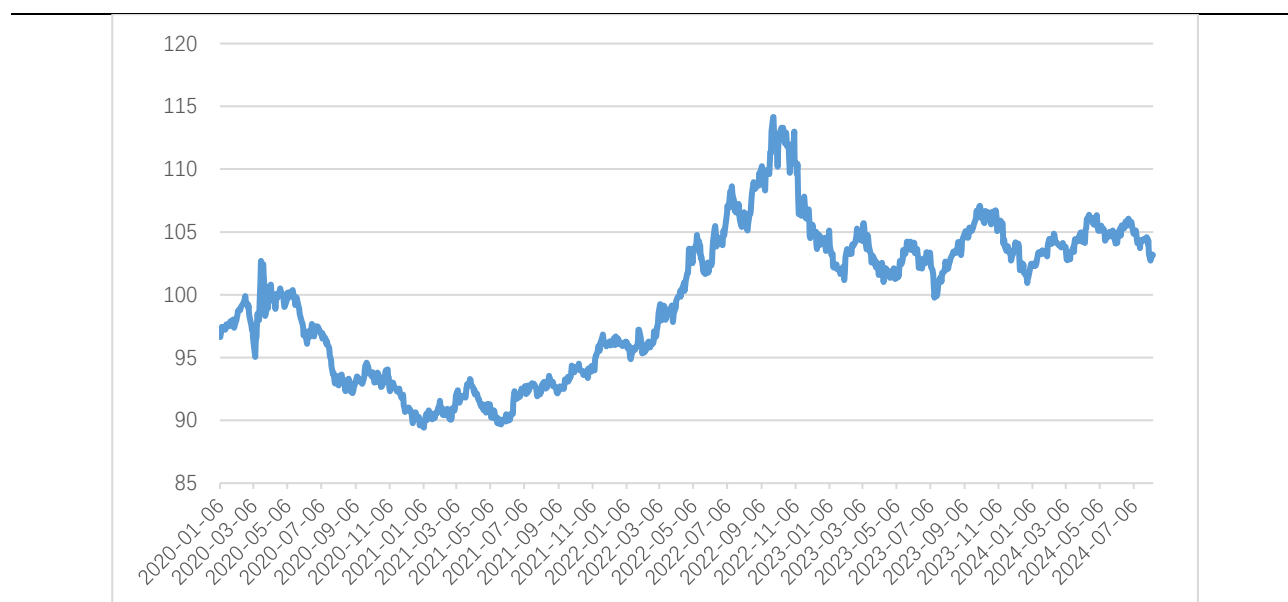
展望未来，三中全会和 7 月政治局会议定调积极，美联储逐渐接近降息，后续国内稳增长政策大概率加码。推荐提振内需和自主可控两大方向。此后重点跟踪：1) 7 月政治局会议政策兑现情况；2) 美联储降息预期；3) 上市公司半年报业绩。

3.2 美元指数分析：本周美国非制造业指数表现较好，美联储官员表态偏鸽派，美元指数小幅下行

本周美元指数报 103.1518，较上周下行 0.0777。本周美国 ISM 非制造业指数公布，7 月份美国非制造业指数为 51.4，好于市场预期，一定程度缓和了近期市场对于美国衰退的担忧。本周多位美联储官员发言，整体信息偏鸽派，其中发言的官员认为通胀正在降温，也有官员表示如果通胀数据如期回落，很快就适合开始放松政策。整体来看，本周美国非制造业指数表现较好，美联储官员表态偏鸽派，美元指数小幅下行。

本次 FOMC 会议上美联储维持政策利率不变，也表示通胀已经有所缓和，针对 2% 的通胀目标取得了新的进展，就业增长趋于温和。会后美联储主席鲍威尔称最快降息可能是在 9 月份，对于通胀回归 2% 目标信息有所增长。从近期美国经济数据来看，美国长期高利率环境下，宏观经济、就业市场面临的压力有所增大，而通胀在短期反弹后重回下行区间。影响美联储货币政策的主要宏观因素为美国通胀及劳动市场情况，目前美国通胀数据及就业数据均逐步满足降息条线，而美联储近期预期引导也逐步偏向鸽派。预计若美国宏观经济及通胀情况不发生明显变化，美联储可能与近期进入降息周期。

图 8：美元指数走势



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 经济超预期复苏导致债券收益率大幅反弹地方财政状况恶化导致城投债信用风险集中显现 美国经济及通胀数据超预期下美联储紧缩周期延长

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效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

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