

金融市场分析周报: PMI 重回扩张区间, 低于市场预期, 债市先跌后涨

(2022.06.27-2022.07.01)

报告摘要

- **工业企业利润:** 疫情解封带来物流和供应链问题得到部分解决, 工业企业利润边际改善, 但制造业利润改善幅度有限。国内疫情明显好转, 大多数管控措施已经解除, 企业生产物流得以快速恢复, 供应链中断得到部分解决, 工业企业利润状况出现了边际改善。三大行业看, 采矿业利润仍保持高增, 为主要支撑项, 电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润改善最明显, 但制造业为主要拖累项, 部分与外需下降有关。进入 6 月, 疫情各地已基本已全部解封, 政府全力复工复产, 并加强各项政策支持, 预计后续利润同比数据将继续改善, 大概率转正。
- **PMI:** 6 月制造业和非制造业 PMI 重回扩张区间, 但低于市场预期, 说明市场需求仍偏弱, 政策力度亟待加强。随着疫情解封及稳经济政策效果逐渐发挥, 中国经济从短期低点反弹, 制造业和非制造业的服务业景气度均重返扩张区间, 经济再次进入复苏期。上半年受疫情冲击, 经济增速应不太乐观, 为实现全年增长目标, 未来政策支持强度应只增不减, 基建投资和提振消费或成为稳增长的主要抓手, 制造业、非制造业均将加速恢复。
- **资金面分析:** 跨半年期间央行逆回购净投放但数量有限, 跨半年期间资金面一度收紧。7 月政府债融资额下行, 月初预计资金面整体平稳。本周央行公开市场共有 1000 亿元逆回购到期, 本周央行公开市场累计进行了 4000 亿元逆回购操作, 因此本周央行公开市场净投放 3000 亿元。跨半年期间资金面一度收紧, 随跨半年结束资金价格有所回落但中枢有所上行。随地方债发行高峰结束, 7 月初地方债融资额明显缩小, 月初影响资金面的因素较少, 预计资金面整体平稳, 但下周逆回购到期达 4000 亿元, 可能对资金面造成一定影响。
- **利率债** 6 月份以来的利率震荡上行走势还没有结束, 近期利率仍将震荡偏弱运行, 关注 7 月重点会议政策部署。6 月债券市场面临的基本面变化是局部疫情扫尾后的经济逐步修复, 10 年期国债到期收益率从 5 月底的 2.74% 最多上行 10bps 至 2.84%。从历史视角来看, 当前利率绝对水平已经偏低, 下行空间有限; 从货币-信用框架的视角来看, 后续流动性或难维持此前的宽松程度, 利率水平向政策利率回归, 下半年债市重心在于宽信用进展, 经济修复或进一步加速、资金面对债市很难出现更大利多, 7 月重要会议对存量和增量政策的部署也会进一步影响债市走势。
- **可转债:** 权益市场走势震荡、三大指数涨跌不一, 可转债近七成录得上涨行情。关注疫后修复逻辑、业绩预增标的、偏股型转债和平衡型

主要数据

上证指数	3405.4267
沪深 300	4496.0303
深证成指	13026.2463

主要指数走势图



作者

符昀 分析师
SAC 执业证书: S0640514070001
联系电话: 13436882415
邮箱: fuyys@avicsec.com

相关研究报告

全球流动性收紧预期进一步加强, 国内经济持续复苏 —2022-07-03
制造业景气度明显改善, 将对 A 股总体业绩提供支撑 —2022-07-01
金融市场分析周报: 临近跨季央行净投放, 债市窄幅震荡 —2022-06-30

转债。权益市场走势震荡、三大指数涨跌不一，市场风格有所切换，可转债近七成录得上涨行情，转股溢价率、隐含波动率均有上行，关注疫后修复逻辑、业绩预增标的、偏股型转债和平衡型转债。

- **权益市场：大消费承接新能源，创业板走弱。**本周沪指连续五周收阳线，沪强深弱，北向资金大幅流入，上证综指最终报收 3387.64 点。入境隔离期限缩短，社服迎来复苏机会；618 内需回暖，新兴品类表现亮眼；H1 百强销售环比改善，关注龙头房企的投资机会；三大航司签订飞机购置协议，行业进入黎明期。展望后市，6 月 30 日公布的宏观 PMI 重返扩张区间。疫情对经济的影响进一步弱化，生产、物流及服务业在疫情控制政策不断优化及“稳增长”政策逐渐落实的背景下显著恢复。这为 A 股的长期上行提供坚实基础。在市场对实体经济改善的信心逐步提升过程中，建议关注消费、科技制造类行业两大投资板块。往后看，首先、疫情平复之后，居民消费场景将进一步修复。可选消费、旅游与餐饮板块有望迎来回升。其次，在全球寻求传统石化能源代替的背景下，风电、光伏、新能源等科技制造类行业长期增长空间加大。
- **黄金：美联储坚持鹰派姿态及经济数据不及预期给金价带来一定承压。**本周现货和期货黄金价格累计跌幅均在 1.5% 左右，较上周下跌势头有所加快，周四周五两个交易日跌幅较大，主因是美联储主席在欧洲央行论坛上的讲话及随后公布的美国经济数据给金价一定程度承压。市场对欧美经济衰退的担忧加剧，主要国家处于高通胀，一些国家减少美元敞口，均有利于金价，短期金价仍有一定支撑。
- **原油：欧美经济衰退担忧带来油价承压，但俄乌冲突继续、OPEC+增产存在不确定性也支撑了油价，两大国际油价涨跌不一。**本周油价冲高回落，布伦特原油价格整体下跌，但美油价格上涨，油价处于多空对峙下的震荡状态，尽管全球央行紧缩可能拖慢经济增速从而给油价带来压力，但俄乌局势仍紧张、伊朗核谈判无任何进展也支撑油价。中国经济从疫情中恢复不及预期，欧美经济也出现一定放缓迹象，或将主导近期走势，整体看向下概率偏大。
- **黑色产业链：下游需求未明显改善，但市场利空出尽，黑色系价格小幅震荡。**尽管下游房地产、汽车等行业需求仍疲软，但钢厂主动减产，加上未来压产政策预期较强，螺纹钢价格得到一定支撑。利润受压导致钢厂被动减产，也造成上游焦炭焦煤需求承压。本周黑色系价格波动明显减小，表明市场利空基本消化。未来应主要关注现实需求的改善情况，以及国际地缘政治对能源供需的冲击，考虑到近期多数大宗商品价格已出现明显回落，预计双焦价格亦小幅震荡下跌。
- **人民币兑美元汇率分析：鲍威尔于欧洲央行会议再次强调控制通胀为美联储首要目标，美元指数大幅上行，人民币对美元汇率持续波动。**本周美元指数上行较为明显。本周欧洲央行会议于葡萄牙的辛特拉召开，会上鲍威尔表示美联储当前的主要问题是控制通胀，即使目前美联储的紧缩路径可能加剧经济衰退的风险，市场对于美联储 7 月份加息 75BP 的预期有所增强。本周美国 5 月份 PCE 物价数据公布，整体来看较前值回落，亦不及市场预期，数据公布后美元指数略有下行。

本周美元指数自本周一起整体呈现上行趋势。人民币在前期调整后整体表现稳定，本周人民币兑美元汇率中间价上涨。

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

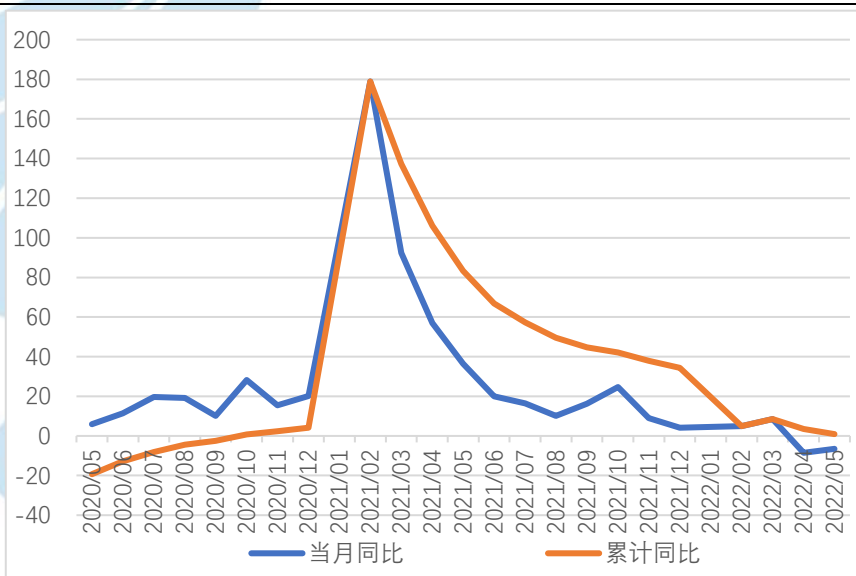
一、 本周重点经济数据分析	5
1.1 疫情解封带来物流和供应链部分恢复下，工业企业利润边际改善，但受制造业拖累，改善程度不太明显	5
1.2 6月制造业和非制造业 PMI 重回扩张区间，但低于市场预期，说明市场需求仍偏弱，政策力度亟待加强	6
1.3 每周要闻	8
二、 固定收益市场分析	8
2.1 资金面分析：跨半年期间央行逆回购净投放但数量有限，跨半年期间资金面一度收紧；7月政府债融资额下行，月初预计资金面整体平稳 ..	8
2.2 利率债走势分析：6月以来债市下跌，预期近期仍将偏弱运行....	10
2.3 存单信用债分析：存单、信用债发行量环比下降，净融资额环比增长，各期限及各评级信用债收益率多数上行、信用利差多数收窄.....	11
2.4 可转债分析：权益市场走势震荡、三大指数涨跌不一，可转债近七成录得上涨行情，关注疫后修复逻辑、业绩预增标的、偏股型转债和平衡型转债	12
三、 主要资产价格分析	13
3.1 权益市场分析：大消费承接新能源，创业板走弱	13
3.2 黄金市场分析：美联储坚持鹰派姿态及经济数据不及预期给金价带来一定承压	15
3.3 原油市场分析：欧美经济衰退担忧带来油价承压，但俄乌冲突继续、OPEC+增产存在不确定性也支撑了油价，两大国际油价涨跌不一..	16
3.4 黑色产业链分析：下游需求仍没有明显改善，但市场利空出尽，黑色系价格小幅震荡	16
3.5 人民币兑美元汇率分析：鲍威尔于欧洲央行会议再次强调控制通胀为美联储首要目标，美元指数大幅上行，人民币对美元汇率持续波动.	17

一、 本周重点经济数据分析

1.1 疫情解封带来物流和供应链部分恢复下，工业企业利润边际改善，但受制造业拖累，改善程度不太明显

由于国内疫情明显好转及管控措施解除，企业生产物流得以快速恢复，供应链中断得到部分解决，工业企业利润状况出现边际改善。国家统计局 6 月 27 日公布的数据显示，5 月全国规模以上工业企业利润同比降幅收窄 2 个百分点至 6.5%，表明工业企业状况出现改善，由于边际增幅仍为负，从而拖慢前 5 个月累计数据，1-5 月工业企业利润同比增长仅 1%，较 1-4 月回落 2.5 个百分点。从地区看，此前受疫情影响较大的长三角和东北地区 5 月同比降幅收窄明显，上海、江苏等地区收窄超过 20 个百分点。后续看，疫情严重地区从 5 月底才开始解封，工业企业利润改善程度并不是十分明显，但进入 6 月各地基本全部解封，加上政府强调复工复产和加强各项政策支持，预计 6 月利润同比数据将明显改善，有一定概率实现由负转正。

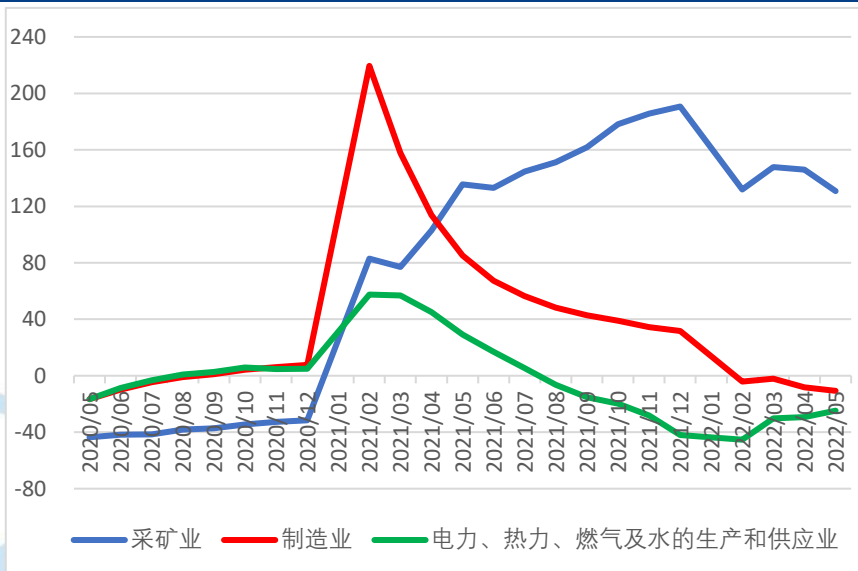
图 1：5 月工业利润同比降幅收窄，仍拖累累计同比数据（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

采矿业为主要支撑项，制造业为主要拖累项，电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润改善最明显。41 个工业大类行业中有 20 个行业利润较前四个月增速加快或降幅收窄。从三大工业行业看，采矿业为主要支撑项，1-5 月累计利润同比增长 1.31 倍，5 月当月利润同比增长 92.2%，尽管增速放缓 49.8 个百分点，但仍大幅高于总体利润增速，延续快速增长态势，其中受益于能源保供政策，能源产品产量保持较快增长，叠加价格高位运行，煤炭、石油和天然气开采业利润同比分别增长 1.16 倍、1.26 倍；制造业为主要拖累项，1-5 月累计利润同比下降 10.8%，降幅扩大 2.5 个百分点，5 月当月降幅收窄 3.9 个百分点至 18.5%，其中装备制造业利润明显好转，同比降幅收窄 23.2 个百分点至 9%，另外随着市场需求逐步恢复及促消费政策效应释放，消费品行业利润改善也较明显；电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润改善最明显，1-5 月累计同比下降 24.7%，降幅收窄 4.6 个百分点，5 月当月同比降幅大幅收窄 20.6 个百分点至 6.2%。

图 2：电力、热力、燃气及水的生产和供应业利润改善最明显，制造业为主要拖累项（%）

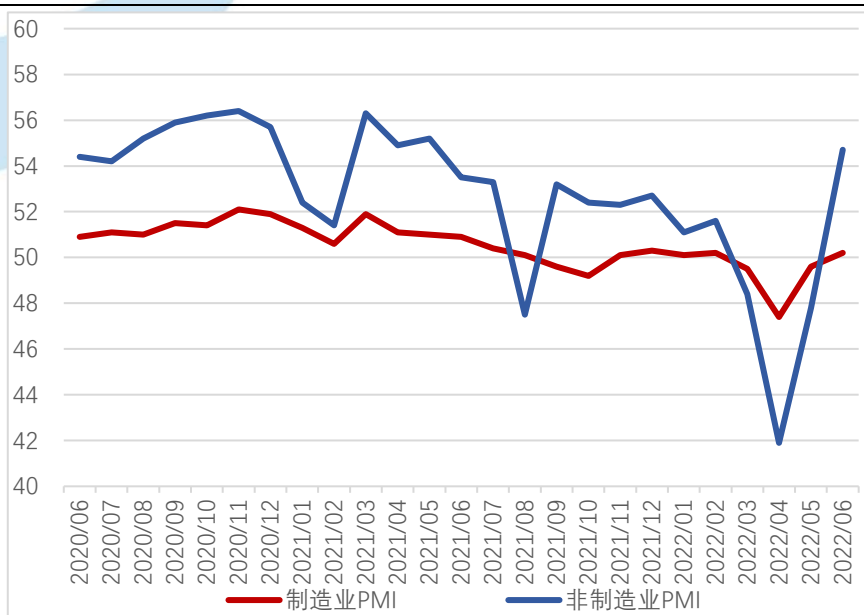


资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

1.2 6月制造业和非制造业 PMI 重回扩张区间, 但低于市场预期, 说明市场需求仍偏弱, 政策力度亟待加强

疫情的解封及稳经济政策效果的发挥, 推动中国经济从短期低点反弹, 制造业、服务业景气度均重返扩张区间。国家统计局 6 月 30 日公布的经济景气度数据显示, 6 月制造业采购经理指数 (PMI) 和非制造业商务活动指数分别为 50.2 和 54.7, 分别较 5 月上升 0.6 个和 6.9 个百分点, 为连续三个月收缩后重回荣枯线之上, 非制造业景气度提升较多, 但仍低于市场预期。两个 PMI 指数共同提升, 拉动 6 月综合 PMI 上升 5.7 个百分点至 54.1, 也重返扩张区间, 说明企业生产经营活动恢复加快。后续看, 上半年经济增速数据应不太好看, 出于实现全年增长目标的需要, 支持政策强度预计只增不减, 制造业和非制造业的生产活动将延续加速恢复态势, 特别是制造业, 当前仍为温和复苏, 未来在政府加强基建等投资的带动下, 复苏速度将加快。

图 3: 6月制造业和非制造业重回扩张区间, 非制造业复苏较明显 (%)



资料来源: Wind, 中航证券研究所, 中航证券资管业务部

制造业 PMI 多数分项指标均出现回升, 价格等指数继续回落。整体供需方面, 疫情解封后, 制造业企业快速复工复产, 前期受压制的生产加快释放, 使得 6 月生产指数和新订单指数分别为 52.8 和 50.4, 分别高于 5 月 3.1 个和 2.2 个百分点, 为 3 月以来首次升至扩张区间, 但可以看出, 生产端恢复快于需求端, 统计局称主

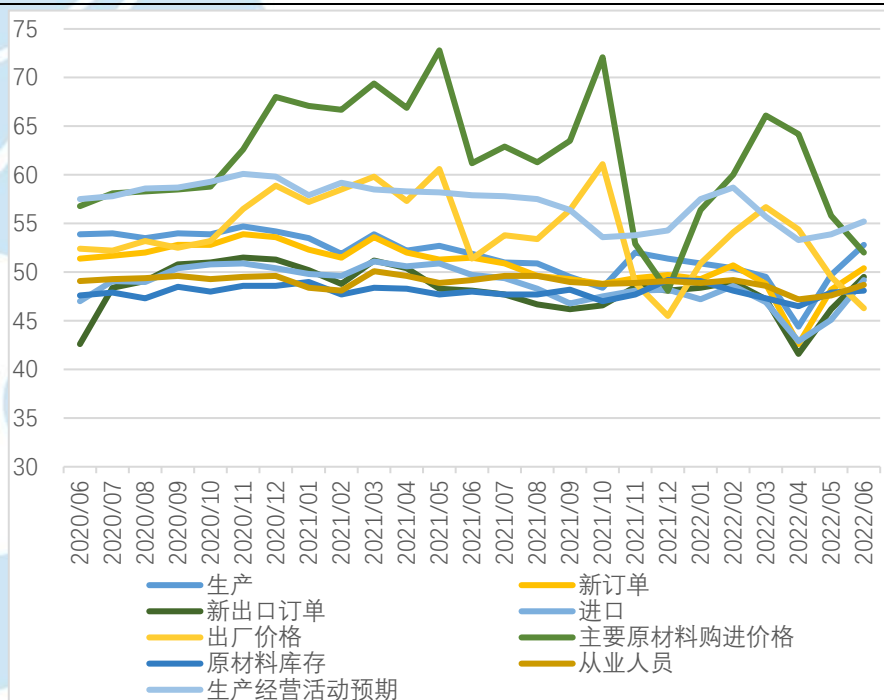
因是仍有 49.3% 的企业反映订单不足，市场需求依然偏弱。汽车、通用设备、专用设备、计算机通信电子设备等行业的生产和新订单指数均高于 54，恢复状况好于制造业总体。外需也有所改善但恢复相对较慢，新出口订单指数和进口指数分别为 49.5 和 49.2，高于 5 月 3.3 个和 4.1 个百分点，仍处于收缩区间。随着疫情得到一定控制、制造业供需持续恢复，企业预期改善，6 月制造业生产经营活动预期指数为 55.2，高于上月 1.3 个百分点，升至三个月高点。

和制造业供应链相关的问题得到一定解决，物流得到改善，产业上下游库存量继续下降。6 月供应商配送时间指数大幅上升 7.2 个百分点至 51.3，为 2021 年 4 月以来首次升至扩张区间；原材料库存指数较 5 月提升 0.2 个百分点至 48.1，产成品库存指数下降 0.7 个百分点至 48.6，表明制造业库存量继续下降，但原材料库存降速放慢、产品库存降速加快，这可能与终端需求改善有关。

由于部分企业盈利空间受到挤压，经营压力较大，价格指数下降。6 月原材料购进价格指数下降 3.8 个百分点至 52，出厂价格指数下降 3.2 个百分点至 46.3，连续两个月位于收缩区间。

制造业全面复苏推动劳动力市场改善，但改善程度仍不明显。6 月从业人员指数上升 1.1 个百分点至 48.7，为 3 月以来最高，由于该指数仍处于荣枯线之下，就业市场持续承压。

图 4：除价格指数下降外，其它制造业 PMI 分项数据均有不同程度回升（%）

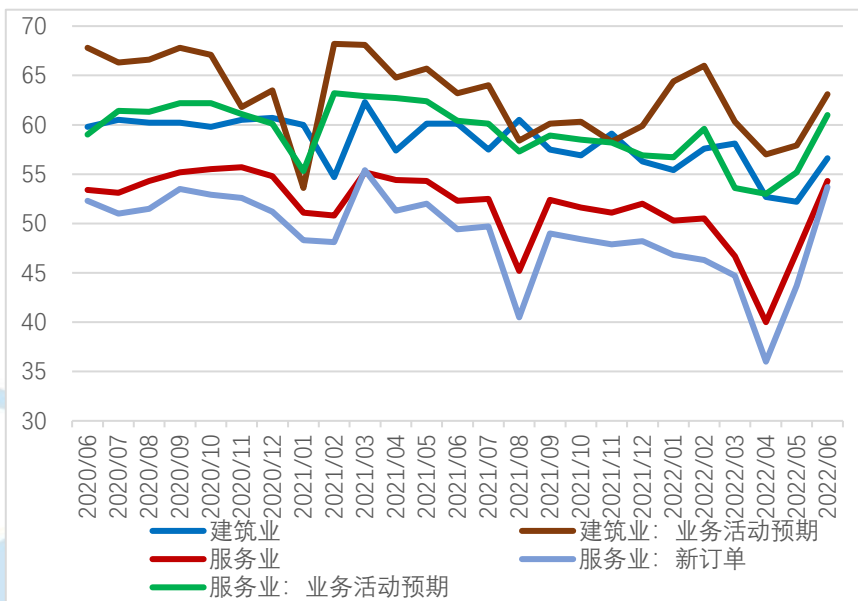


资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

受疫情影响较大的非制造业尤其是服务业在疫情解封后的反弹幅度更大。随着国内疫情受控、上海解封，加上各项助企纾困措施逐步落地，服务业延续恢复态势，6 月商务活动指数为 54.3，高于 5 月 7.2 个百分点，重返扩张区间。调查的 21 个服务业行业中，商务活动指数位于扩张区间的由上月 6 个增加至 19 个，其中前期受疫情冲击严重的行业商务活动指数均有所回升，铁路运输、航空运输等行业高于 65，业务量连续两个月环比增长；道路运输、住宿、餐饮、生态保护及环境治理、文化体育娱乐等行业升至临界点以上。从市场需求和预期看，随着疫情影响减弱，服务业市场需求有所回暖，企业信心逐步恢复，新订单指数和业务活动预期指数分别为 53.7 和 61.0，高于上月 10.0 和 5.8 个百分点。

建筑业 PMI 则升至较高景气区间。6 月建筑业商务活动指数为 56.6，高于 5 月 4.4 个百分点；供应商配送时间指数也升至扩张区间，较 5 月提升 8.8 个百分点至 50.5，表明建筑业原材料运输不畅得到缓解。从市场预期看，业务活动预期指数回升 5.2 个百分点至 63.1，企业对近期行业发展前景较为乐观。

图 5：服务业景气度提升明显，建筑业提升至较高景气度区间（%）



资料来源：Wind，中航证券研究所，中航证券资管业务部

1.3 每周要闻

1、易纲：中国通胀前景较为稳定，货币政策将继续从总量上发力以支持经济复苏

央行行长易纲表示，中国的通胀前景较为稳定，CPI 同比增长 2.1%，PPI 同比增长 6.4%。保持物价稳定和就业最大化是我们的工作重点。今年以来，受疫情和外部冲击等影响，中国经济面临一定下行压力。货币政策将继续从总量上发力以支持经济复苏。同时，我们也会强调用好支持中小企业和绿色转型等结构性货币政策工具。

2、央行货币政策委员会召开二季度例会：加大稳健货币政策实施力度

央行货币政策委员会召开 2022 年第二季度例会指出，当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋复杂严峻，国内疫情防控形势总体向好但任务仍然艰巨，经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。要统筹抓好稳就业和稳物价，稳字当头、稳中求进，强化跨周期和逆周期调节，加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心，为实体经济提供更有有力支持，稳定宏观经济大盘。

3、国常会：发行金融债券等筹资 3000 亿元，用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥

国务院总理李克强 29 日主持召开国务院常务会议，确定政策性、开发性金融工具支持重大项目的举措，扩大有效投资、促进就业和消费。会议指出，通过政策性、开发性金融工具加大重大项目融资支持，有利于在坚持不搞大水漫灌、不超发货币条件下发挥引导作用，疏通货币政策传导机制，实现扩投资、带就业、促消费综合

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43547

